信用评级公告

联合〔2021〕4689号

联合资信评估股份有限公司通过对望城经开区投资建设集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持望城经开区投资建设集团有限公司主体长期信用等级为AA^+，维持“15望城经开债/PR望经开”“20望城经开MTN001”“20望城经开MTN002”和“20望城经开MTN003”的信用等级为AA^+，维持“16望城双创债/PR望城建”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

望城经开区投资建设集团有限公司
2021年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
望城经开区投资建设集团有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
中证信用增进股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
15 望城经开债/PR 望经开	AA+	稳定	AA+	稳定
16 望城双创债/PR 望城建	AAA	稳定	AAA	稳定
20 望城经开 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
20 望城经开 MTN002	AA+	稳定	AA+	稳定
20 望城经开 MTN003	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
15 望城经开债/PR 望经开	12 亿元	2.40 亿元	2022/1/22
16 望城双创债/PR 望城建	27 亿元	16.20 亿元	2023/7/13
20 望城经开 MTN001	2 亿元	2 亿元	2023/2/25
20 望城经开 MTN002	8 亿元	8 亿元	2023/3/30
20 望城经开 MTN003	5 亿元	5 亿元	2023/12/28

注：1、“20 望城经开 MTN002”和“20 望城经开 MTN003”发行期限为 3+2 年，到期兑付日为首次回售日；2、上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		评级结果	AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
外部支持				4

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

望城经开区投资建设集团有限公司（以下简称“公司”）是望城经开区内重要的土地开发及基础设施投资建设管理主体。跟踪期内，公司外部发展环境良好，持续获得政府及股东的大力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内，公司经营活动现金持续净流出、未来资本性支出压力较大、资产流动性较弱以及整体债务负担较重等因素对公司信用水平可能带来不利影响。随着望城经开区产业的不断聚集，以及发展环境的不断优化，公司业务规模有望进一步扩大。

“15 望城经开债/PR 望经开”和“16 望城双创债/PR 望城建”设置了本金分期偿还条款，缓解了公司未来的集中偿付压力。中证信用增进股份有限公司（以下简称“中证增”）为“16 望城双创债/PR 望城建”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，中证增主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。中证增担保实力极强，其担保显著提升了“16 望城双创债/PR 望城建”本息偿付的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，维持“15 望城经开债/PR 望经开”“20 望城经开 MTN001”“20 望城经开 MTN002”和“20 望城经开 MTN003”的信用等级为 AA+，维持“16 望城双创债/PR 望城建”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

分析师：兰 迪 张雪婷 杜 晗
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 9 层（100022）
网址：www.lhratings.com

优势

1. **跟踪期内，公司外部发展环境良好。**跟踪期内，望城区经济持续发展，2020 年，望城区实现地区生产总值 857.04 亿元（含雷锋街道、白马街道），比上年增长 4.3%；望城经开区产业聚集优势进一步突出，产业发展环境持续优化，公司外部经营环境良好。
2. **跟踪期内，持续获得政府及股东的大力支持。**跟踪期内，地方政府及股东通过资产注入、股权划转、债务代偿和财政补贴给予公司大力支持，2020 年公司资本公积增加 72.71 亿元，资本实力显著提升。
3. **增信措施。**中证增为“16 望城双创债/PR 望城建”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，显著提升了其本息偿付的安全性。

关注

1. **跟踪期内，经营性净现金流持续为负。**2020 年，公司经营活动现金流动净额持续净流出；同时，公司在建未来投资规模较大，资金支出压力较大。
2. **跟踪期内，资产流动性较弱。**公司资产中存货及应收类款项规模较大，对公司资金形成占用。公司资产流动性较弱。
3. **跟踪期内，整体债务负担较重。**跟踪期内，公司有息债务快速增长，截至 2020 年底，公司全部债务 222.98 亿元，较上年底增长 62.66%，整体债务负担较重。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	6.42	9.87	24.91	41.59
资产总额（亿元）	247.11	262.93	430.75	457.59
所有者权益（亿元）	121.47	121.95	197.22	195.88
短期债务（亿元）	12.87	25.62	35.95	29.70
长期债务（亿元）	106.87	111.47	187.03	224.42
全部债务（亿元）	119.73	137.09	222.98	254.12
营业收入（亿元）	14.90	16.07	16.48	5.56
利润总额（亿元）	1.85	1.86	2.61	-1.34
EBITDA（亿元）	3.25	3.53	4.46	--
经营性净现金流（亿元）	-16.52	-7.73	-13.72	-7.44
营业利润率（%）	22.24	16.03	20.70	31.34
净资产收益率（%）	1.52	1.52	1.32	--
资产负债率（%）	50.84	53.62	54.21	57.19
全部债务资本化比率（%）	49.64	52.92	53.07	56.47
流动比率（%）	1233.64	791.25	832.42	1102.27
经营现金流动负债比（%）	-87.98	-26.19	-29.53	--
现金短期债务比（倍）	0.50	0.39	0.69	1.40
全部债务/EBITDA（倍）	36.82	38.78	50.02	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.65	0.54	0.44	--
公司本部				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	233.47	224.07	303.94	318.02
所有者权益(亿元)	121.80	123.12	172.15	170.08
全部债务(亿元)	82.58	84.97	115.27	130.31
营业收入(亿元)	12.41	10.19	8.24	0.00
利润总额(亿元)	1.52	2.70	0.67	-2.07
资产负债率(%)	47.83	45.05	43.36	46.52
全部债务资本化比率(%)	40.41	40.83	40.11	43.38
流动比率(%)	709.27	501.88	602.35	820.78
经营现金流动负债比(%)	-49.91	-0.26	-37.10	--

注：2021 年一季度报表未经审计；本报告合并口径中将长期应付款中有息债务计入长期债务计算

评级历史：

债券简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 望城经开 MTN003	AA+	AA+	稳定	2020/11/30	马玉丹、韩晓罡	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
15 望城经开债/PR 望经开 20 望城经开 MTN001 20 望城经开 MTN002	AA+	AA+	稳定	2020/6/22	马玉丹、韩晓罡	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
16 望城双创债/PR 望城建	AAA						
20 望城经开 MTN002	AA	AA	稳定	2020/3/13	马玉丹、韩晓罡	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
20 望城经开 MTN001	AA	AA	稳定	2020/3/13	马玉丹、韩晓罡	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
16 望城双创债/PR 望城建	AAA	AA	稳定	2016/5/6	过国艳、张依、章演	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
15 望城经开债/PR 望经开	AA	AA	稳定	2014/9/5	钟睿、过国艳	城投债评级方法及风险点简介（2010 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由望城经开区投资建设集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

望城经开区投资建设集团有限公司
2021年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于望城经开区投资建设集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司完成公司制改制，由全民所有制企业改制为有限责任公司（国有独资）。改制后公司名称由“望城经开区建设开发公司”更名为现名，望城区人民政府授权望城经济技术开发区管理委员会（以下简称“望城经开区管委会”）履行出资人职责，公司已完成工商登记变更手续。跟踪期内，公司股权结构未发生变化。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 12.60 亿元，望城经开区管委会为公司唯一股东和实际控制人。

改制后，公司经营范围有所扩大，经营范围为：土地管理服务；储备土地前期开发及配套建设；城市基础设施建设；建筑工程施工总承包；对外承包工程业务；公共交通基础设施建设；房屋建筑工程、公路工程、城市轨道桥梁工程、建设工程的施工；新能源工程运行维护服务；工程施工总承包；建设工程管理；基础设施投资；股权投资；产业投资；项目投资；交通投资；能源投资；房地产投资；房地产开发经营；工业地产开发；物业管理；房屋租赁；停车场运营管理；广告制作服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

跟踪期内，公司经营范围未发生重大变化。截至 2021 年 3 月底，公司本部内设 6 个职能部门，包括综合管理部、计划财务部、技术管理部等；公司合并范围子公司 5 家。

截至 2020 年底，公司资产总额 430.75 亿元，所有者权益 197.22 亿元（含少数股东权益 331.72 万元）；2020 年，公司实现营业收入 16.48 亿元，利润总额 2.61 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 457.59 亿元，所有者权益 195.88 亿元（含少数股东权益 345.78 万元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 5.56 亿元，利润总额-1.34 亿元。

公司注册地址：长沙市望城经济技术开发区同心路 1 号；法定代表人变更为武秋生。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券详见下表，合计债券余额 33.60 亿元。跟踪期内，上述债权募集资金均已按约定用途使用完毕，相关募投项目均已完工。跟踪期内，除“20 望城经开 MTN003”尚未到付息日外，其他联合资信所评定的公司存续债券均按时偿还分期本金和利息。

表 1　跟踪评级债券基本信息（单位：亿元、年、%）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
15 望城经开债/PR 望经开	12.00	2.40	2015/1/22	7
16 望城双创债/PR 望城建	27.00	16.20	2016/7/13	7
20 望城经开 MTN001	2.00	2.00	2020/2/25	3
20 望城经开 MTN002	8.00	8.00	2020/3/30	3+2
20 望城经开 MTN003	5.00	5.00	2020/12/28	3+2
合计	**54.00**	**33.60**	--	--

注：“20 望城经开 MTN002”和“20 望城经开 MTN003”发行期限为 3+2 年，到期兑付日为首次回售日
资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各

国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。

2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2020 年及 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。

从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

2 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。

2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。

截至 2021 年 3 月底，社融存量同比增速为 12.30%，较上年底下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年 3 月底，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年底增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年底增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。

2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。

2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协

调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建

投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020 年 6 月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020 年 7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个等。

资金方面，2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020 年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为 2021 年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021 年 4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 3　2020 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资

2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

公司是长沙市望城经开区重要的土地开发整理和基础设施建设主体。跟踪期内，望城区经济持续发展，望城经开区产业聚集优势进一步突出，产业发展环境持续优化，主要经济指标呈较快增长，公司外部经营环境良好。

望城区

根据《长沙市望城区 2020 年国民经济和社会发展统计公报》，2020 年，望城区实现地区生产总值 857.04 亿元（含雷锋街道、白马街道），比上年增长 4.3%。其中，第一产业增加值 56.65 亿元，增长 4.3%，第二产业增加值 326.45 亿元，增长 6.3%，第三产业增加值 473.94 亿元，增长 2.9%。第一、第二、第三产业分别拉动 GDP 增长 0.2、2.6、1.5 个百分点，三次产业对 GDP 增长的贡献率分别为 5.2%、59.0%、35.8%。

2020 年，望城区固定资产投资比上年增长 10.1%。其中工业投资下降 3.3%，工业技改投资增长 40.9%。全区计划总投资额超过 5000 万元的在建项目（不含房地产开发项目）265 个，完成投资占固定投资总额的 65.9%。

望城经开区

跟踪期内，望城经开区招商工作有序开展，已入驻企业 3500 多家，其中规模以上企业 375 家，境内外上市公司、世界 500 强企业 68 家，已初步形成以中信戴卡、晟通科技、金龙铜业、五矿为代表的有色金属产业集群，以澳优乳业、中粮可口可乐、旺旺乳饮、九典制药为代表的食品医药产业集群，以华为、比亚迪电子、TDK 新视电子等为代表的电子信息（智能终端）产业集群。园区已获批国家有色金属新材料精深加工高新技术产业化基地、国家新型工业化示范基地、国家知识产权示范园区、中国物流示范基地和国家级绿色园区五个国字号平台。已组建 6 个国家级实验室，4 个国家级企业技术中心，7 个院士、博士后工作站，园区产业发展基础雄厚。

根据望城经开区政府门户网站披露数据，

2020 年，望城经开区实现企业总营收 978.2 亿元，同比增长 15.2%；实现规模工业总产值 663.6 亿元，同比增长 18.8%；完成固定资产投资 271.7 亿元，同比增长 13.1%；完成限额以上社会消费品零售总额 92.3 亿元，同比增长 24.9%；完成税收收入 34.2 亿元，同比增长 19.1%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 12.60 亿元，望城经开区管委会为公司唯一股东和实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

跟踪期内，公司仍是望城经开区（含高新区）重要的土地开发及基础设施投资建设管理主体，主要从事园区内基础设施建设、土地开发与整理等业务，业务仍保持区域专营优势。

3. 外部支持

跟踪期内，望城区财政收入保持增长；地方政府及股东通过资产注入、股权划转、债务代偿和财政补贴给予公司大力支持，公司经营规模有所扩大，资本实力显著提升。

2020 年，望城区全区实现一般公共预算收入 115.23 亿元，增长 11.7%。其中，地方一般公共预算收入 63.91 亿元，增长 10.0%。望城区全区实现全口径税收收入 100.32 亿元，税收收入占一般公共预算收入比重为 87.1%。望城区全区一般公共预算支出 110.70 亿元，增长 0.3%。望城区全区政府性基金预算收入 93.00 亿元，增长 6.1%。其中，国土基金收入 85.58 亿元，增长 7.8%。

资产注入及股权划转

2020 年，望城经开区铜官循环经济工业基地管委会注入公司望城区铜官街道及铜官循环工业园的地下管网资产，增加资本公积 10.27 亿元；望城经开区铜官循环经济工业基地管委会将长沙市望城经开区兴望建设开发有限公司（以下简称“兴望公司”）无偿划转给公司，增加资本公积 10.31 亿元；望城区财政局将望城经济开发区铜官循环经济工业基地投资开发建设有限公司（2021 年 3 月更名为长沙望源开发建设有限公司，以下简称“望源公司”）无偿划转给公司，增加资本公积 38.08 亿元。

截至 2020 年底，兴望公司资产 48.66 亿元，净资产 10.30 亿元，2020 年无营业收入。

望源公司主要负责铜官园区内土地开发和基础设施建设业务，截至 2020 年底，望源公司资产总额 109.76 亿元，所有者权益 54.76 亿元，2020 年望源公司实现营业收入 6.69 亿元，利润总额 1.36 亿元。

债务代偿

2020 年，望城经开区管委会同意代偿子公司长沙市振望建设开发有限公司（以下简称“市振望建”）应付望城区财政局相关债务 10.00 亿元，计入“资本公积”；望城经开区铜官循环经济工业基地管委会同意代偿长沙市望城区望联建设开发有限公司应付望城区财政局相关债务 3.94 亿元，计入“资本公积”；望城经开区铜官循环经济工业基地管委会同意代偿子公司相关债务，增加资本公积 0.10 亿元。

财政补贴

2020 年，公司本部及子公司合计收到财政补贴 1.80 亿元。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司无新增不良信贷记录，整体履约情况良好。

根据中国人民银行出具的企业信用报告（纳税人识别号：91430122707233692A），截至 2021 年 5 月 31 日，公司本部无已结清和未结清的不良类信贷信息记录，已结清信贷信息记录中有 4 笔关注类借款。根据中国银行望城支行出具的说明，上述 4 笔关注类借款发生于 2005 年，4 笔借款均正常还款，不存在逾期行为。

截至 2021 年 6 月 10 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司完成公司制改制，法人治理结构及高管人员均有所变化，变化未对公司经营产生不利影响。目前，公司高管人员学历较高，工作经验丰富，能够满足公司日常经营活动需求。

跟踪期内，公司完成公司制整体改制，章程及公司高管均有所变化。根据公司《章程》，公司董事会成员 7 人，其中含 1 名职工董事、1 名外部董事。委派武秋生、何谈、余志斌、刘效艺、梁南平任公司董事，委派杨文任公司外部董事，职工大会选举汤炀为职工董事。指定武秋生任公司董事长、法定代表人。任期三年。

公司监事会成员 5 人，其中含 2 名职工监事。委派谭华、张晟豪、彭点涵任公司监事，职工大会选举张晓琴、罗雁为职工监事。指定谭华任公司监事会主席。任期三年。

同意聘任何谈任公司总经理，聘刘效艺、余志斌任公司副总经理。截至 2021 年 3 月底，公司本部高管人员为 3 人，其中总经理 1 名，副总经理 2 名。

武秋生先生，1982 年出生，中共党员，研究生学历，高级经济师；曾任山东省嘉祥经济开发区管理委员会招商科科长、招商局局长、管委会副主任，望城经开区管委会产业发展局副科级干部、长沙金星文化旅游产业园管委会副主任、望城经开区管委会招商合作局副局长。现任公司党总支书记、董事长、法定代表人。

何谈先生，1982 年出生，中共党员，硕士研究生学历；曾任湖南海洁环保科技有限公司环评工程师，湖南上善环保科技有限公司环保工程师，公司综合管理科科长，望城经开区管委会投融资管理办公室主任、土地开发整理中心主任。现任公司总经理、董事。

余志斌先生，1978 年出生，中共党员，本科学历；曾任长沙市再生资源开发总公司技术员，长沙市建设工程集团有限公司项目经理。现任公司副总经理、董事。

刘效艺先生，1985 年出生，中共党员，研究生学历；曾于长沙医学院人事处工作，望城经开区管委会综合调研科科长、办公室副主任。现任公司副总经理、董事。

八、经营分析

1. 经营概况

公司是望城经开区重要的土地开发及基础设施建设主体。跟踪期内，公司主营业务收入小幅下降，仍主要由土地开发收入和工程建设收入构成，但收入结构发生较大变化；同期，公司主营业务毛利率有所上升。

2020 年，公司实现主营业务收入 14.93 亿元，同比小幅下降 3.55%，收入结构发生较大变化。其中，工程建设收入大幅增长至 8.45 亿元，占比提升至 56.61%；土地开发收入快速下降 57.66%至 6.48 亿元，占比由 98.84%下降至 43.39%。

2020 年，由于公司基础设施建设业务按项目成本加成固定比例确认收入，该业务毛利率保持相对稳定，为 13.42%；公司土地开发业务毛利率为 26.36%，同比上升 11.44 个百分点，主要系 2019 年公司土地开发收入主要来源于转让自有土地资产，其中部分为工业用地，溢价空间较小；受毛利率水平较高的土地出让业务收入占比大幅提升的影响，公司主营业务毛利率较上年增长 4.14 个百分点至 19.04%。

2021 年 1—3 月，公司实现主营业务收入 5.15 亿元，全部来源于土地开发收入，主营业务毛利率为 44.14%。

表4　2019－2020年及2021年1－3月公司主营业务收入构成和毛利率变化情况（单位：万元、%）

项 目	2019 年			2020 年			2021 年 1－3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建设	1798.86	1.16	13.04	84515.14	56.61	13.42	--	--	--
土地开发	152991.26	98.84	14.92	64783.67	43.39	26.36	51455.52	100.00	44.14
主营业务	**154790.12**	**100.00**	**14.90**	**149298.81**	**100.00**	**19.04**	**51455.52**	**100.00**	**44.14**

注：分项加总不等于合计数系四舍五入

资料来源：公司审计报告及公司提供

2.　业务经营分析

土地开发

公司经望城区政府授权开展土地开发整理业务。跟踪期内，受政府统一规划影响，公司土地出让面积及确认收入大幅下降；公司正在整理中的土地面积较大，未来资金支出压力较大，但同时土地出让受宏观环境和政府规划影响较大，存在一定不确定性。

跟踪期内，公司本部继续根据《长沙市望城区人民政府关于委托望城经开区建设开发公司做好土地开发整理相关工作的函》（望政函〔2011〕89 号）、《长沙市望城区人民政府关于望城经开区建设开发公司对望城经开区内土地开发整理有关事宜的决定》（望政发〔2011〕182 号），接受长沙市望城区人民政府委托，统一负责园区规划范围内的土地开发整理工作。对于经开区内所有完成开发整理并出让的地块，按照区财政投资评审中心确认的该土地整理支出加上管理费及资金占用费（其中管理费与资金占用费按照该土地整理支出的 30%计算）作为土地整理价款，以平衡前期成本并保障合理利润，由望城区财政局通过望城经开区管委会支付至公司。

望源公司的土地整理模式为，由望源公司自筹资金对铜官园区内土地进行整理与开发，并以对应的土地整理投资支出的 40%计算业务投资回报，土地整理收入由望城区财政局通过铜官园区管委会支付至望源公司。

同时，公司亦根据片区规划、市场需求情况等因素，挂牌转让自有土地资产，形成土地出让收入。自有土地资产来源于政府注入或公司招拍挂购入，均办理了国有土地使用权证，由公司自主进行网上挂牌转让，按照转让合同确认土地出让收入并结转相关成本。后续，公司将主要通过转让自有土地资产方式实现相关收入，土地转让价格将对该业务利润形成较大影响。

2019—2020 年，公司分别实现土地整理收入 0.47 亿元和 1.23 亿元。

2019—2020 年，公司分别转让自有土地 92.73 万平方米和 11.07 万平方米，确认收入 14.83 亿元和 5.24 亿元，摘牌方主要为房地产开发企业和区内招商引资企业分别实现回款 10.98 亿元和 1.79 亿元。其中，2020 年受政府统一规划的影响，公司本部未转让土地，土地整理收入全部来自望源公司。

表 5　2019—2020 年公司自有土地转让情况（单位：平方米、万元）

土地证号	土地获得方式	出让面积	确认收入	摘牌企业	回款金额
2019 年					
望国用（2016）第 040 号	摘牌	110629.80	56734.94	湖南澳瀚房地产开发有限公司	34302.94
望国用（2013）第 457 号	政府注入	133064.20	18736.20	长沙亿达智造产业小镇发展有限公司	18736.20
望国用（2013）第 458 号	政府注入				
望变更国用（2010）第 983 号	政府注入	100647.80	16311.27	湖南三江房地产开发有限公司	222.54
望变更国用（2010）第 984 号	政府注入				
望变更国用（2010）第 981 号	政府注入				
望变更国用（2010）第 982 号	政府注入				
望变更国用（2010）第 986 号	政府注入				

土地证号	土地获得方式	出让面积	确认收入	摘牌企业	回款金额
2019 年					
望变更国用（2013）第 897 号	政府注入	105094.00	21556.00	湖南百家汇投资有限公司	21556.00
望变更国用（2013）第 898 号	政府注入				
望变更国用（2013）第 899 号	政府注入				
望变更国用（2013）第 900 号	政府注入				
望变更国用（2006）第 670 号	政府注入	43104.92	2024.72	湖南苏宁易达物流仓储有限公司	2024.72
望变更国用（2006）第 671 号	政府注入				
望变更国用（2006）第 668 号	政府注入				
望变更国用（2006）第 669 号	政府注入				
望国用（2007）第 271 号	政府注入	130904.74	6149.00	湖南苏宁易达物流仓储有限公司	6149.00
望国用（2012）第 342 号	政府注入	24497.42	1325.00	中航飞机起落架有限责任公司	1325.00
望国用（2014）第 353 号	政府注入	74294.17	14680.00	大汉城镇建设有限公司	14680.00
望变更国有（2013）第 268 号	政府注入	22193.80	932.57	长沙鼓风机厂有限责任公司	932.57
望变更国用（2014）第 630-1 号	政府注入	182852.42	9878.00	长沙唯品会物流有限公司	9878.00
望变更国用（2014）第 630-2 号	政府注入				
望变更国用（2014）第 630-3 号	政府注入				
望变更国用（2014）第 630-4 号	政府注入				
望变更国用（2014）第 631-1 号	政府注入				
望变更国用（2014）第 631-2 号	政府注入				
望变更国用（2014）第 632 号	政府注入				
合计	--	**927283.27**	**148327.71**	--	**109806.97**
2020 年					
望国用（2011）第 517 号	摘牌	38500.34	52415.40	长沙大汉城镇建设有限公司	17903.43
望国用（2013）第 442 号	摘牌	72158.90			
合计	--	**110659.24**	**52415.40**	--	**17903.43**

注：对于政府注入土地，上述转让均由望城区人民政府批准，由公司先行办理出让手续并补缴土地出让金
资料来源：公司提供

表 6　2021 年 3 月底公司土地资产情况

（单位：平方米、万元）

土地类型	面积	账面价值
仓储用地	347343.85	20870.77
工业用地	91954.50	4370.76
商业用地	1784866.71	627576.98
商住用地	744224.57	197352.10
住宅用地	41333.40	21247.38
商业金融	64965.50	17132.64
合计	**3074688.53**	**888550.63**

注：分项加总不等于合计数系四舍五入
资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司自有土地资产账面价值 88.86 亿元（体现在存货科目，以商业和商住用地为主）。其中，望源公司持有土地资产面积 58.34 万平方米，账面价值 18.55 亿元。公司账面土地全部为政府注入的商住用地，公司可自行开发物业或择机转让；公司正在整理土地总面积 1.03 万亩，计划总投资 68.67 亿元，已投资 37.62 亿元，剩余投资 31.05 亿元，未来资金支出压力较大。

工程建设

公司受望城区财政局委托开展望城经开区内基础设施项目代建业务。跟踪期内，公司代建业务项目投资进度明显提升，工程建设业务收入大幅增长。

公司作为望城经开区内重要的基础设施投资、建设和运营主体，根据望城区人民政府统一部署，负责经开区内基础设施建设。望城区人民政府根据国家有关法规和政策授权公司为业主单位建设开发区内基础设施项目，由公司负责项目报建、招投标、项目实施。

根据公司与望城区财政局签订的《关于望城经济开发区基础设施建设项目的代建协议》，在项目实施过程中，望城区财政局按照相关部门审定的建设工程项目年度实际完成金额确认年度投资额；在项目完成后，望城区财政局

组织相关单位对项目进行竣工决算、验收。根据确认的投资额，望城区财政局加成 15%向公司支付代建管理费，以平衡建设成本并保障合理利润。

望源公司的模式为，望源公司与铜官园区管委会签订的协议，铜官园区管委会和望源公司共同确认基础设施项目年度工程进度及其实际投资情况，铜官园区管委会每年按照经确定的实际投资情况加约定的投资回报（加成一定比例）作为工程建设资金确认对望源公司的应付工程款项，工程款项由区财政通过铜官园区管委会支付望源公司。

2020 年，公司投资建设项目实际完成投资额 7.32 亿元，同比大幅增长。其中 2019 年投资规模很小，主要系当年受国家宏观经济政策及地方政府债务管理要求压减投资导致公司投资进度有所放缓。2020 年，公司实现工程建设收入 8.45 亿元，其中望源公司实现工程建设收入 1.44 亿元。

表 7　2019—2020 年及 2021 年 1—3 月公司工程建设情况（单位：亿元、%）

项　目	2018 年	2020 年	2021 年 1—3 月
实际投额	0.16	7.32	5.04
加成比例	15.00	15.00	--
确认收入	0.18	8.45	--

资料来源：公司提供

2021 年 3 月底，公司主要在建基础设施项目计划总投资 17.30 亿元，已完成投资 5.04 亿元，尚需投资 12.26 亿元；拟建基础设施项目有银星路、高乌路和月亮河公园等，计划总投资额 4.20 亿元。

表 8　2021 年 3 月底公司主要基础设施在建项目情况（单位：年、万元）

项目名称	建设期间	回购期间	总投资额	已投资额
长益复线联络线	2019－2022	2023－2027	118000.00	21118.00
杨家湾路	2013－2021	2020－2024	15011.00	13426.00
兴工大道	2017－2023	2020－2024	14001.00	9071.00
郭亮南路（航空路-腾飞路）	2019－2021	2022－2040	14000.00	4024.00
郭亮南路（腾飞路-赤岗路）	2019－2021	2022－2040	12000.00	2751.00
合计	--	--	**173012.00**	**50390.00**

资料来源：公司提供

物业租赁

跟踪期内，公司物业租赁收入快速增长，毛利率水平较高。随着入园投资企业陆续入驻，公司物业租赁收入有望保持增长。

除代建政府工程外，公司积极投资建设包括写字楼和智能工厂等自持物业，为入园投资企业定制生产及办公场地，并通过租赁收入实现投资回报，旨在助力望城经开区招商引资的同时分享园区发展红利，提升自身市场化经营水平。

2021 年 3 月底，公司已完成长沙智能终端产业双创孵化基地项目（一期）、长沙智能终端产业双创孵化基地（二期）、金桥国际市场集群写字楼、东威产业园和大河西双创孵化基地等系列物业的投资建设，累计完成投资 26.19 亿元，主要与园区内招商引资项目签订租赁协议，按照市场价格对外租赁。2020 年，公司实现租赁收入 1.55 亿元，同比增长 162.71%，计入“其他业务收入”。

2021 年 3 月底，公司在建物业项目为电子信息（智能终端）产业城制造基地，计划总投资 1.70 亿元，已完成投资 1.40 亿元。

表 9　2021 年 3 月底公司已完工物业情况（单位：万元、万平方米、元/平方米·月）

项目名称	总投资	可出租面积	单位租金	项目简介	租赁情况
振望物流园厂房	11000.00	2.46	28	物流仓库项目	100%
比亚迪工厂	133036.00	17.33	40	比亚迪项目是省市区重点项目，该产业园为定制化的投资项目	100%
手机智能终端产业园	50160.00	18.20	39	手机智能终端产业园主要承接华为、比亚迪上下游产业链项目	90%
华为 HUB 仓	40176.00	6.15	32	华为 HUB 仓项目致力为华为打造集“办公-存储-配套”一体的现代物流配套基地	70%
金桥物业	27526.00	5.10	45	金桥写字楼	60%
合计	**261898.00**	**49.24**	--	--	--

资料来源：公司提供

3. 未来发展

公司未来主要从融资、建设和市场方面着力发展。融资方面，通过拓宽融资渠道、创新融资方式，为望城经开区的开发建设提供资金支持；建设方面，持续发展城市基础设施建设和土地开发与运营等主营业务，加速基础设施建设及城区改造，改善人居和投资环境，促进产城融合；市场方面，为加快经开区内产业集群的发展、升级，公司将通过建立现代化管理架构，以市场化运营提高经营效率。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年度合并财务报告，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2021 年一季度报表未经审计。

2020 年，望城经开区铜官循环经济工业基地管委会将兴望公司无偿划转给公司，望城区财政局将望源公司无偿划转给公司。截至 2020 年底，公司合并范围子公司 5 家。2021 年 1—3 月公司合并范围子公司无变化。受子公司股权无偿划转的影响，公司财务数据可比性一般。

2. 资产质量

跟踪期内，受兴望公司和望源公司股权划入，以及接受政府资产注入的影响，公司资产规模快速增长；资产中存货及应收类款项规模较大，对公司资金形成占用。公司资产流动性较弱，资产质量一般。

截至 2020 年底，公司资产总额 430.75 亿元，较上年底增长 63.83%，主要系 2020 年并入兴望公司和望源公司以及政府注入资产所致。公司资产中流动资产占比 89.81%，资产结构以流动资产为主。

表 10　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.87	3.75	24.91	5.78	39.63	8.66
应收账款	16.90	6.43	29.87	6.93	32.24	7.05
预付款项	13.28	5.05	13.46	3.12	14.89	3.25
其他应收款	37.02	14.08	43.83	10.18	42.34	9.25
存货	155.11	58.99	272.66	63.30	277.04	60.54
流动资产合计	**233.49**	**88.80**	**386.85**	**89.81**	**410.72**	**89.76**
投资性房地产	14.38	5.47	23.53	5.46	23.38	5.11
固定资产	1.06	0.40	12.10	2.81	12.11	2.65
在建工程	7.88	3.00	3.27	0.76	5.78	1.26

非流动资产合计	29.45	11.20	43.90	10.19	46.87	10.24
资产总计	262.93	100.00	430.75	100.00	457.59	100.00

资料来源：公司审计报告和财务报表

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 386.85 亿元，较上年底增长 65.69%。其中，公司货币资金 24.91 亿元，较上年底大幅增长 152.50%，主要系新增并入子公司以及融资规模增长所致。截至 2020 年底，公司无受限现金和现金等价物。

截至 2020 年底，公司应收账款 29.87 亿元，较上年底增长 76.72%，其中前五大应收账款欠款方合计占 99.96%，主要为对望城经开区管委会和望城经济开发区铜官循环经济工业基地管理委员会的应收账款。公司未对应收账款计提坏账准备，主要系欠款方主要为政府相关部门，应收账款出现坏账的可能性低。

表 11　截至 2020 年底公司应收账款期末余额重大欠款单位情况（单位：亿元、%）

单位名称	余额	占比
望城经济技术开发区管理委员会	16.86	56.46
湖南望城经济技术开发区铜官循环经济工业基地管理委员会	11.15	37.33
长沙大汉城镇建设有限公司	1.79	5.99
德赛电池（长沙）有限公司	0.04	0.14
蓝河营养品有限公司	0.01	0.04
合计	29.85	99.96

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司其他应收款 43.83 亿元，较上年底增长 18.39%，主要系对望城经开区管委会的应收往来款项增加，另外由于合并子公司产生对湖南望城经济开发区循环经济工业基地管理委员会的应收往来款所致。公司其他应收款中前五大户合计占 96.74%，集中度高，主要为对其中对望城经开区管委会和望城经济开发区铜官循环经济工业基地管理委员会的往来款；账龄组合类共计 2.27 亿元，占其他应收款余额的 5.10%，计提坏账准备 0.57 亿元，计提比例为 25.26%；账龄组合方面，1 年内余额占（账龄组合类余额合计）13.22%、1~2 年占 13.66%、2~3 年占 16.74%、3 年以上占 56.38%，公司其他应收款账龄偏长。

表 12　截至 2020 年底公司其他应收款前五名欠款单位情况（单位：亿元、%）

单位名称	余额	占比	性质
望城经济技术开发区管理委员会	33.84	76.21	单位往来
湖南望城经济开发区铜官循环经济工业基地管理委员会	6.28	14.14	单位往来
湖南百家汇投资有限公司	1.55	3.49	单位往来
长沙公共资源交易中心	0.89	2.00	保证金
湖南港行物流投资有限公司	0.40	0.90	单位往来
合计	42.96	96.74	--

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司存货 272.66 亿元，较上年增长 75.78%，主要由土地资产和代建项目及土地整理支出构成。其中代建项目及土地整理支出 180.89 亿元，较上年底增加 96.08 亿元；土地资产 91.77 亿元，较上年底增加 21.47 亿元。期末存货资产中，用于贷款抵押的土地资产价值 18.95 亿元，占期末土地资产账面价值的 20.65%。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 43.90 亿元，较上年底增长 49.09%。其中，公司投资性房地产 23.53 亿元，较上年底增长 63.64%，系完工自营项目转入所致；用于借款抵押的投资性房地产 2.21 亿元，占投资性房地产总账面价值的 9.39%。

截至 2020 年底，公司固定资产 12.10 亿元，较上年底增长 1042.20%，主要为政府部门注入管网资产 10.27 亿元。

截至 2020 年底，公司在建工程 3.27 亿元，较上年底下降 58.47%，主要系自营项目完工转入投资性房地产所致。

截至 2020 年底，公司受限资产规模 22.13 亿元，占总资产总额的 5.14%。其中，用于抵押的存货 18.95 亿元、投资性房地产 2.21 亿元、

固定资产 0.74 亿元、无形资产 0.23 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 457.59 亿元，较上年底增长 6.23%；流动资产占比 89.76%，公司资产仍然以流动资产为主。各主要科目较上年底变化不大。

3. 资产结构

（1）所有者权益

跟踪期内，政府通过资产注入、股权划转、债务代偿和财政补贴给予公司大力支持，使得公司资本公积大幅增加，所有者权益规模大幅增长。

截至 2020 年底，公司所有者权益 197.22 亿元，较上年底增长 61.72%，主要系子公司股权划入、政府资产注入以及政府债务待偿导致资本公积同比增长 80.64%至 162.88 亿元所致。

表 13 公司所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	12.60	10.33	12.60	6.39	12.60	6.43
资本公积	90.17	73.94	162.88	82.58	162.88	83.15
未分配利润	17.47	14.33	19.94	10.11	18.60	9.49
权益总计	**121.95**	**100.00**	**197.22**	**100.00**	**195.88**	**100.00**

资料来源：公司审计报告和财务报表

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益合计 195.88 亿元，较上年底小幅下降 0.68%，主要系未分配利润下降所致。

（2）负债

跟踪期内，受合并范围子公司增加以及公司融资规模扩大影响，公司有息债务快速增长，债务结构较为合理，但整体债务负担较重。

截至 2020 年底，公司负债总额 233.53 亿元，较上年底增长 65.65%。其中，流动负债占 19.90%，非流动负债占 80.10%，公司负债结构仍以非流动负债为主，且占比有所增长。

表 14 公司负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.30	0.92	2.95	1.26	8.38	3.20
预收款项	0.29	0.20	4.61	1.98	1.80	0.69
其他应付款	3.26	2.31	4.25	1.82	4.09	1.56
一年内到期的非流动负债	24.32	17.25	31.70	13.57	21.32	8.15
流动负债合计	**29.51**	**20.93**	**46.47**	**19.90**	**37.26**	**14.24**
长期借款	60.01	42.57	82.29	35.24	96.62	36.92
应付债券	51.29	36.38	95.05	40.70	118.01	45.09
长期应付款	0.17	0.12	9.69	4.15	9.80	3.74
非流动负债合计	**111.47**	**79.07**	**187.06**	**80.10**	**224.44**	**85.76**
负债合计	**140.98**	**100.00**	**233.53**	**100.00**	**261.70**	**100.00**

资料来源：公司审计报告和财务报表

截至 2020 年底，公司流动负债 46.47 亿元，较上年底增长 57.49%。其中，公司短期借款 2.95 亿元，较上年底增长 126.92%，短期借款由质押借款 0.30 亿元（占比 10.17%）、保证借款 2.65 亿元（占比 89.83%）构成。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 31.70 亿元，较上年底增长 30.36%。其中，一年内到期的长期借款 14.80 亿元、一年内到期的应付债券 15.99 亿元、一年内到期的长期应付款 0.91 亿元。

截至 2020 年底，公司非流动负债 187.06 亿元，较上年底增长 67.81%。其中，公司长期借款 82.29 亿元，较上年底增长 37.13%。长期借款由抵押借款 34.48 亿元（抵押物包括土地使用权、不动产、房产）、信用借款 18.15 亿元、质押借款 15.22 亿元（质押物包括委托代建政府购买服务协议项下的委托代建资金及代建服务费、代建项目协议形成的应收账款）和保证借款 14.45 亿元构成。截至 2020 年底，公司应付债券 95.05 亿元，较上年底增长 85.30%，具体明细如下：

表 15　2020 年底公司应付债券明细（单位：亿元、年）

债券全称	余额	期限	发行日期
15 望城经开债	2.40	7	2015/01/21
16 望城双创债	10.76	7	2016/07/13
开发公司 2017 年 PPN 项目（一期）	9.46	5	2017/04/26
2017 年度第一期债权融资	3.98	5	2017/12/19
2018 年度第一期债权融资	5.96	5	2018/07/18
2018 年度第二期债权融资	3.97	5	2018/09/28
19 望城经开 PPN001	5.98	3+2	2019/01/25
2019 年度第一期债权融资	3.57	5	2019/06/20
2020 年度第一期债权融资	2.19	3	2020/01/07
2020 年第一期中期票据	1.99	3	2020/02/25
2020 年第二期债权融资	1.99	3	2020/02/26
2020 年第三期债权融资	1.20	3	2020/03/26
2020 年第二期中期票据	7.96	3+2	2020/03/20
2020 年度第一期定向债务融资工具	6.97	3+2	2020/09/16
2020 年第三期中期票据	4.97	3+2	2020/12/28
17 望铜官管廊债	9.23	10	2017/07/12
19 年非公开发行公司债	12.46	3+2	2019/10/23
合计	**95.05**	--	--

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2020 年底，公司长期应付款 9.69 亿元，主要由融资租赁和政府专项债券资金构成。其中有息债务部分已调入长期债务核算。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 261.70 亿元，较上年底增长 12.06%，主要系短期借款、长期借款、应付债券大幅增加所致。其中流动负债占 14.24%，非流动负债占 85.76%，非流动负债占比进一步提高，各主要科目较上年底变化不大。

截至 2020 年底，公司全部债务 222.98 亿元，较上年底增长 62.66%。其中，短期债务占 16.12%，长期债务占 83.88%，债务以长期债务为主，债务结构较为合理。从债务偿还期限来看，2021－2024 年及以后公司到期的债务分别为 33.74 亿元、15.84 亿元、37.53 亿元和 131.71 亿元，公司短期偿债压力一般。

截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 254.12 亿元，较上年底增长 13.96%，短期债务和长期债务分别占 11.69%、88.31%。

表 16　公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期债务	25.62	35.95	29.70
长期债务	111.47	187.03	224.42
全部债务	137.09	222.98	254.12
资产负债率	53.62	54.21	57.19
全部债务资本化比率	52.92	53.07	56.47
长期债务资本化比率	47.75	48.67	53.39

资料来源：联合资信根据公司审计报告、公司提供资料整理

债务指标方面，截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 54.21%、53.07%、48.67%，较上年底均略有增长。截至 2021 年 3 月，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别增至 57.19%、56.47%和 53.39%。跟踪期内，公司有息债务规模快速增长，整体债务负担较重。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司收入结构变化较大，利润

总额对政府补助依赖仍大，费用控制能力有待提升。

2020 年，公司实现营业收入 16.48 亿元，同比增长 2.55%，公司主营业务收入结构相比去年有较大变化。同期，公司营业利润率 20.70%，较去年提高 4.67 个百分点，主要系毛利率水平较高的土地出让业务收入占比大幅提升所致。

2020 年，公司期间费用 2.31 亿元，较上年同期增长 10.28%。期间费用构成为管理费用 0.84 亿元、财务费用 1.47 亿元，期间费用占营业收入比重为 14.02%，公司费用控制能力有待提升。

2020 年，公司营业外收入 1.80 亿元，主要系政府补助，同期公司利润总额 2.61 亿元，公司利润对政府补助依赖程度大。

从盈利指标来看，2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 0.91%、1.32%，分别比去年同期下降 0.37 和 0.2 个百分点。

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 5.56 亿元，营业利润率 31.34%，利润总额-1.34 亿元。

5. 现金流

跟踪期内，公司收现质量有所提升，经营活动及投资活动现金流量持续呈净流出状态，公司外部融资规模大幅增长。考虑到公司未来待投资规模较大，公司外部融资规模可能进一步增长。

经营活动方面，2020 年，公司经营活动现金流入 25.04 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 18.33 亿元。同期，公司现金收入比 111.23%，较去年大幅提升，公司收入实现质量有所提升。公司经营活动现金流出 38.76 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 30.09 亿元，主要为征地拆迁、土地报批、基础设施建设等支付的现金。此外，公司与合作单位之间往来款主要体现在收到/支付其他与经营活动有关的现金。2020 年，公司经营活动现金流动净额-13.72 亿元，持续净流出的状态。

投资活动方面，2020 年，公司投资活动现金流入 4.16 亿元，主要系处置子公司及其他营业单位收到的现金净额；公司投资活动现金流出 7.57 亿元，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金 6.00 亿元，投资支付的现金 1.58 亿元。当年，公司投资活动现金净额为-3.41 亿元，持续净流出状态。

筹资活动方面，2020 年，公司筹资活动现金流入为 82.96 亿元，同比大幅增长 78.58%。其中通过银行借款获得的现金 34.98 亿元，通过债券筹资获得的现金流入 27.19 亿元；筹资活动现金流出大幅增长至 50.77 亿元，其中，偿还债务支付的现金 39.34 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金 11.05 亿元。2020 年，公司外部融资规模大幅增长，筹资活动现金流净额 32.18 亿元。

表 17 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入量	17.59	25.04	3.90
经营活动现金流出量	25.31	38.76	11.35
经营活动产生的现金流量净额	-7.73	-13.72	-7.44
投资活动产生的现金流量净额	-14.55	-3.41	-5.20
筹资活动产生的现金流量净额	25.73	32.18	27.36
现金收入比	85.06	111.23	15.63

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金净流出 8.72 亿元；投资活动现金净流入 0.24 亿元；筹资活动现金净流入 30.11 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力指标一般，长期偿债能力指标较弱。考虑到公司为望城经开区重要的基建主体并持续得到政府的大力支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至2020年底，公司流动比率和速动比率分别为832.42%和245.72%，与去年底相比较，流动比率小幅上升、速动比率小幅下降，均处于较高水平；公司经营活动现金流量净额仍为负，对短期债务不具

有保障能力。2020年及2021年3月底，公司现金短期债务比分别为0.69倍和1.40倍。公司短期偿债压力一般。

从长期偿债能力指标看，2020年，公司EBITDA为4.46亿元，同比增长26.35%；同期，公司EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA分别为0.44倍和50.02倍。公司长期偿债能力较弱。但考虑到公司持续获得大力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

截至2021年3月底，公司无对外担保。

截至2021年3月底，公司合并口径银行授信总额度201.84亿元，已使用额度143.44亿元，尚未使用的额度58.40亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

7. 母公司财务分析

公司资产主要集中在母公司，收入主要来源于下属子公司；母公司债务负担一般，收入规模小。

2020年底，母公司资产总额303.94亿元，同比增长35.64%，主要系2020年新增并入兴望建设、望源开发，长期股权投资大幅增长所致。母公司资产中，流动资产217.84亿元，非流动资产86.10亿元。截至2021年3月底，公司资产总额318.02亿元，较上年底增长4.63%，主要系债务融入资金货币资金增长所致；其中，流动资产231.93亿元，非流动资产86.09亿元，资产构成和公司资产构成相似。

2020年底，母公司负债合计147.94亿元，较上年底增长30.55%，构成上以长期借款和应付债券形成的非流动负责为主；母公司资产负债率为43.36%。截至2021年3月底，母公司负责合计147.94亿元，较上年底增长12.25%，主要系公司发行债券所致；母公司资产负债率为46.52%，债务负担一般。

2020年，母公司实现营业收入8.24亿元，主要来源于市政工程代建收入，利润总额0.67亿元。2021年1－3月，母公司实现营业收入929.09元，利润总额-2.07亿元。

十、存续债券偿还能力分析

截至2021年6月10日，公司存续债券余额合计80.60亿元，其中一年内到期的债券余额为25.80亿元（2021.6.10－2022.6.10），未来待偿本金峰值（以整年计算）为22.00亿元（假设存续债券均于首次行权日选择回售，峰值为2023年和2024年）。

截至2021年3月底，公司现金类资产41.59亿元，对一年内到期的债券余额保障程度为1.61倍，保障能力较强。2020年，公司经营活动现金流入量和EBITDA的对债券集中兑付峰值的保障倍数分别为1.14倍和0.17倍，公司经营活动现金净流量为负。

表18 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	保障指标
截至2021年6月10日一年内到期债券余额	25.80
未来待偿债券本金峰值	22.00
2021年3月底现金类资产/截至2021年6月10日一年内到期债券余额	1.61
2020年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.14
2020年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	/
2020年EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.17

注：现金类资产未剔除受限资金

资料来源：联合资信整理

“16望城双创债/PR望城建”由中证信用增进股份有限公司（以下简称“中证增”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。担保范围包括本期债券本息，以及违约金、损害赔偿金、实现债券的费用和其他应支付的费用。

中证增成立于2015年5月，经中国证监会同意，由安信证券股份有限公司、中国人保资产管理有限公司、前海金融控股有限公司、东方财富信息股份有限公司等20家股东共同发起设立，初始注册资本33.00亿元，均为货币出资。截至2019年底，中证增股本总额为45.86亿元。截至2019年底，中证增资产总额100.00亿元，负债总额37.29亿元，所有者权益62.72亿元；增信余额712.25亿元。2019年，中证增实现营业

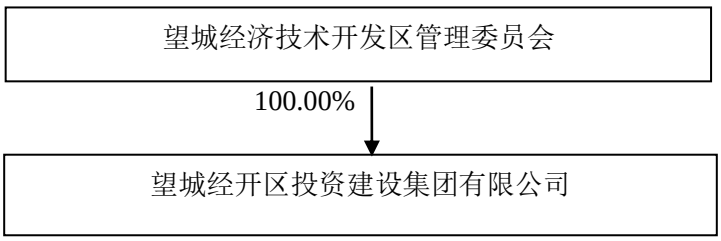
收入11.14亿元，其中增信业务收入2.97亿元，投资收益4.46亿元；净利润3.74亿元。

经联合资信评定，中证增主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。中证增担保实力极强，其担保显著增强了“16望城双创债/PR望城建”本息偿还的安全性。

十一、结论

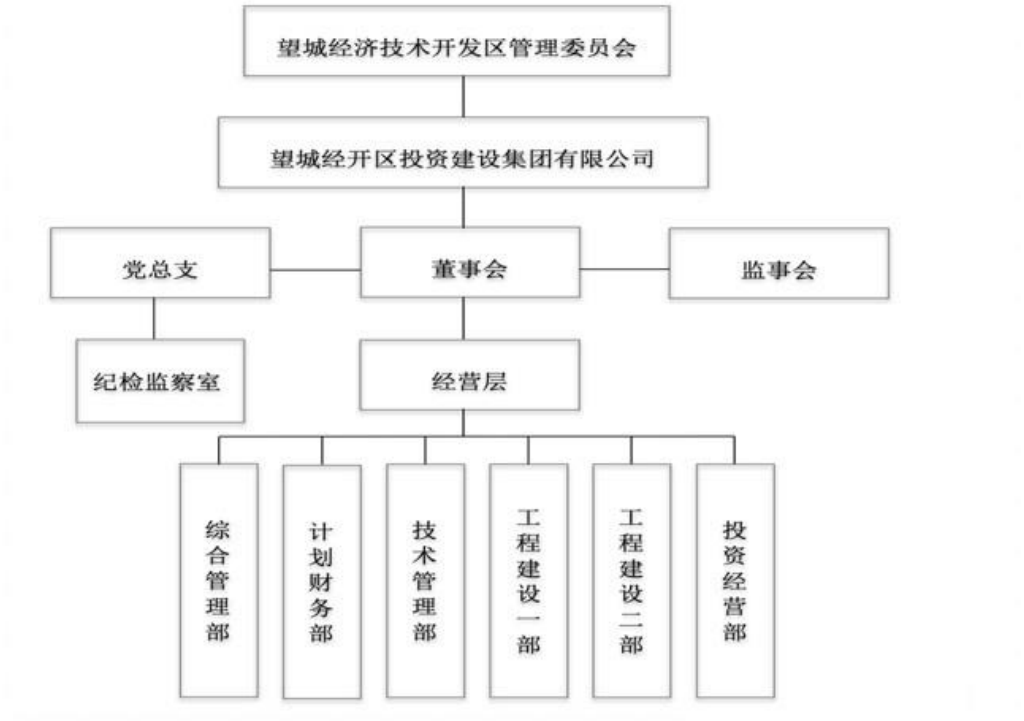
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“15 望城经开债/PR 望经开”“20 望城经开 MTN001”“20 望城经开 MTN002”和“20 望城经开 MTN003”的信用等级为 AA^+，维持“16 望城双创债/PR 望城建”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2021 年 3 月底公司子公司情况

（单位：万元、%）

公司名称	注册资本	持股比例
长沙市望城经开区基础设施建设有限公司	80000.00	100.00
长沙市振望建设开发有限公司	20000.00	100.00
长沙望源开发建设有限公司	20000.00	100.00
长沙市望城经开区兴望建设开发有限公司	40000.00	100.00
长沙华伟人力资源服务有限责任公司	200.00	100.00

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	6.42	9.87	24.91	41.59
资产总额（亿元）	247.11	262.93	430.75	457.59
所有者权益（亿元）	121.47	121.95	197.22	195.88
短期债务（亿元）	12.87	25.62	35.95	29.70
长期债务（亿元）	106.87	111.47	187.03	224.42
全部债务（亿元）	119.73	137.09	222.98	254.12
营业收入（亿元）	14.90	16.07	16.48	5.56
利润总额（亿元）	1.85	1.86	2.61	-1.34
EBITDA（亿元）	3.25	3.53	4.46	--
经营性净现金流（亿元）	-16.52	-7.73	-13.72	-7.44
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.23	1.05	0.70	--
存货周转次数（次）	0.07	0.08	0.06	--
总资产周转次数（次）	0.06	0.06	0.05	--
现金收入比率（%）	113.92	85.06	111.23	15.63
营业利润率（%）	22.24	16.03	20.70	31.34
总资本收益率（%）	1.32	1.28	0.91	--
净资产收益率（%）	1.52	1.52	1.32	--
长期债务资本化比率（%）	46.80	47.75	48.67	53.39
全部债务资本化比率（%）	49.64	52.92	53.07	56.47
资产负债率（%）	50.84	53.62	54.21	57.19
流动比率（%）	1233.64	791.25	832.42	1102.27
速动比率（%）	320.17	265.60	245.72	358.75
经营现金流动负债比（%）	-87.98	-26.19	-29.53	--
现金短期债务比（倍）	0.50	0.39	0.69	1.40
EBITDA 利息倍数（倍）	0.65	0.54	0.44	--
全部债务/EBITDA（倍）	36.82	38.78	50.02	--

注：2021 年一季度报表未经审计；本报告合并口径中将长期应付款中有息债务计入长期债务计算

附件 3　主要财务数据及指标（母公司口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	3.79	1.58	8.76	19.62
资产总额（亿元）	233.47	224.07	303.94	318.02
所有者权益（亿元）	121.80	123.12	172.15	170.08
短期债务（亿元）	11.67	21.63	21.87	12.93
长期债务（亿元）	70.92	63.34	93.41	117.38
全部债务（亿元）	82.58	84.97	115.27	130.31
营业收入（亿元）	12.41	10.19	8.24	0.00
利润总额（亿元）	1.52	2.70	0.67	-2.07
EBITDA（亿元）	/	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	-14.33	-0.10	-13.42	-1.92
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.02	0.74	0.53	--
存货周转次数（次）	0.07	0.06	0.05	--
总资产周转次数（次）	0.06	0.04	0.03	--
现金收入比率（%）	111.32	98.92	70.48	14381.81
营业利润率（%）	21.75	23.58	14.15	-91855.16
总资本收益率（%）	0.74	1.30	0.23	--
净资产收益率（%）	1.25	2.19	0.39	--
长期债务资本化比率（%）	36.80	33.97	35.17	40.83
全部债务资本化比率（%）	40.41	40.83	40.11	43.38
资产负债率（%）	47.83	45.05	43.36	46.52
流动比率（%）	709.27	501.88	602.35	820.78
速动比率（%）	209.69	152.65	206.21	303.53
经营现金流动负债比（%）	-49.91	-0.26	-37.10	--
现金短期债务比（倍）	0.32	0.07	0.40	1.52
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	/
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	/

注：2021 年一季度财务数据未经审计；公司未提供母公司固定资产折旧、摊销、费用化利息支出及资本化利息支出数据，故 EBITDA 及相关指标无法计算，用“/”标示

附件 4　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

信 用 等 级 公 告

联合〔2020〕2275 号

中证信用增进股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中证信用增进股份有限公司主体长期信用状况进行综合分析和评估，确定：

中证信用增进股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年七 月十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www.unitedratings.com.cn

中证信用增进股份有限公司
2020 年主体信用评级报告

主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间：2020 年 7 月 16 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	110.91	97.31	100.00
可快速变现资产（亿元）	54.20	53.82	57.44
可快速变现资产/期末增信责任余额（%）	11.32	12.32	10.00
所有者权益（亿元）	59.68	60.80	62.72
营业总收入（亿元）	7.96	11.54	11.14
主营业务收入	3.36	5.98	5.77
投资收益（亿元）	4.24	4.92	4.46
净利润（亿元）	2.96	3.31	3.74
实际资产负债率（%）	46.07	36.48	35.89
营业利润率（%）	42.78	34.36	40.05
净资产收益率（%）	5.70	5.50	6.06
期末增信责任余额(亿元)	479.01	436.77	574.18
增信放大倍数（倍）	8.03	7.18	9.42
累计代偿回收率（%）	--	--	100.00
当期增信代偿率（%）	0.00	0.00	7.56
累计增信代偿率（%）	0.00	0.00	1.84

注：1.本报告中报表数据均为合并口径，部分合计数与各相加数之和在尾数上存在微小差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中证信用增进股份有限公司（以下简称“公司”或“中证信用”）的评级，反映了其作为由大中型券商、保险公司、上市公司以及金融控股平台等多家股东共同出资设立的信用增进机构，股东背景和资本实力均很强。公司自 2015 年成立以来，增信业务规模迅速增长，实现了较好收益；风控管理体系逐步健全并不断完善，整体发展良好。近年来，公司通过新设和收购子公司，围绕“全信用”价值链拓展业务范围，业务多元化程度稳步提升。

同时，联合评级也关注到，公司增信业务客户集中度相对较高，需对后续情况保持关注。

基于对公司主体长期信用的综合评估，联合评级评定公司主体信用等级为AAA。未来随着公司业务的持续发展，公司的整体盈利能力和代偿能力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

优势

1．**股东背景和资本实力很强，整体代偿能力极强。**公司战略目标清晰，作为立足资本市场的全国专业化信用增进和风险管理机构，随着债券市场的发展，未来拥有较大的市场发展空间；而且，公司由大中型券商、保险公司、上市公司以及金融控股平台等多家股东共同出资设立，股东背景和资本实力很强，整体代偿能力极强。

2．围绕“全信用”价值链开展业务，业务多元化程度和净利润水平稳步提升。公司成立以来各项业务快速发展，“全信用”价值链模式日趋完善，数据和科技服务能力提升，通过专业子公司拓展了资信评级、数据及信用内评服务等业务板块，利润水平稳步

提高，盈利水平较好。

3．**建立了全面的风险管理体系，增信资产质量较好。**公司风控体系较为完善，城投类、产业类增信业务主要集中于外部评级AA+及以上级别的企业客户；消费金融类项目采用数据化风控技术实现有效监控；截至2019年末，公司增信业务无代偿损失，整体增信资产质量较好。

关注

1．**投资资产规模较大，或受市场环境变化影响。**公司持有较大规模的投资资产，如果未来金融市场和宏观经济环境出现大幅波动，或将对公司财务状况产生不利影响。

2．**增信业务客户集中度较高。**公司增信业务客户集中度相对较高，需对后续情况保持关注。

分析师

陈　凝　登记编号（R0040215040001）
张　帆　登记编号（R0040219030002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦10层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告仅用于相关决策参考，不可用于资本市场融资，也不构成任何投资、融资、交易等行为的建议或依据。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该评级对象的主体长期信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

中证信用增进股份有限公司（以下简称“公司”或“中证信用”）成立于 2015 年 5 月，经中国证监会同意，由安信证券股份有限公司、中国人保资产管理有限公司、前海金融控股有限公司、东方财富信息股份有限公司等股东共同发起设立，初始注册资本 33.00 亿元，均为货币出资；2015 年 7 月，中国人民保险集团股份有限公司、恒生电子股份有限公司等 5 家股东向公司增资扩股 8 亿股股份，公司注册资本增至 41.00 亿元；2017 年 8 月，深圳市承信管理咨询合伙企业（普通合伙）向公司增资 0.41 亿元，公司注册资本增至 41.41 亿元；2017 年 10 月，东吴证券股份有限公司、深圳天图兴卓投资企业（有限合伙）等 7 家股东向公司增资 4.45 亿元，公司注册资本增至 45.86 亿元。2018 年 3 月，深圳天图兴卓投资企业（有限合伙）将其所持 8,000.00 万股转让至深圳天图兴鹏大消费产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）；2018 年 12 月，深圳市洹禾资本投资企业（有限合伙）将其所持 1,000.00 万股转让至深圳市新洹资本投资企业(有限合伙)；2018 年 12 月，深圳市新洹资本投资企业（有限合伙）将其所持 1,000.00 万股转让至深圳市君达瑞投资合伙企业（ 有限合伙 ）。截至 2019 年末，公司注册资本及实收资本为 45.86 亿元，股东及持股情况见下表，公司股权分散，无控股股东和实际控制人。截至 2019 年末，公司无股权质押情况。

表 1　截至 2019 年末公司股东及持股情况（单位：亿股、%）

序号	股东	持股数量	持股比例
1	东吴证券股份有限公司	2.25	4.91
2	安信证券股份有限公司	2.00	4.36
3	东方证券股份有限公司	2.00	4.36
4	光大证券股份有限公司	2.00	4.36
5	广发证券股份有限公司	2.00	4.36
6	国泰君安证券股份有限公司	2.00	4.36
7	国元证券股份有限公司	2.00	4.36
8	中泰证券股份有限公司	2.00	4.36
9	中国人保资产管理有限公司	2.00	4.36
10	中国人民保险集团股份有限公司	2.00	4.36
11	中国太平洋人寿保险股份有限公司	2.00	4.36
12	前海金融控股有限公司	2.00	4.36
13	佛山市顺德区新碧贸易有限公司	2.00	4.36
14	深圳市天图创业投资有限公司	2.00	4.36
15	珠海横琴中科白云中证股权投资合伙企业（有限合伙）	2.00	4.36
16	深圳市新洹资本投资企业（有限合伙）	2.00	4.36
17	深圳市洹禾资本投资企业（有限合伙）	1.90	4.14
18	嘉兴华憧投资合伙企业（有限合伙）	1.60	3.49
19	兴业证券股份有限公司	1.00	2.18
20	恒生电子股份有限公司	1.00	2.18
21	浙江永强集团股份有限公司	1.00	2.18
22	深圳天图兴鹏大消费产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）	0.80	1.74
23	深圳市帕拉丁一期股权投资合伙企业（有限合伙）	0.80	1.74
24	鸿博股份有限公司	0.65	1.42
25	珠海横琴零壹沃土九号投资合伙企业（有限合伙）	0.60	1.31
26	国信证券股份有限公司	0.50	1.09
27	海通证券股份有限公司	0.50	1.09

28	海城市平海投资合伙企业（有限合伙）	0.50	1.09
29	东方财富信息股份有限公司	0.50	1.09
30	北京万通地产股份有限公司	0.50	1.09
31	深圳市普路通供应链管理股份有限公司	0.50	1.09
32	深圳市承信管理咨询合伙企业（普通合伙）	0.41	0.89
33	深圳金领域全球生物科技合伙企业（有限合伙）	0.40	0.87
34	北京康乐安投资管理中心（有限合伙）	0.35	0.76
35	深圳市君达瑞投资合伙企业（有限合伙）	0.10	0.22
合计		**45.86**	**100.00**

资料来源：公司提供，联合评级整理

公司经营范围包括：各类信用主体及债项产品信用增进；征信业务和信用评级；股权、债券及金融衍生品投资；增信产品的创设与交易；增信基金设立与运营管理；信用受托管理及咨询；其他与信用增进相关的私募投资业务等。

截至 2019 年末，公司设立综合管理部、资金财务部、风控法务部、科技创新中心、战略发展部、固定收益事业部、投资管理事业部、资产管理事业部、线上产品事业部、基础增信事业部、创新增信事业部、互联网信用事业部、征信评级事业部等 13 个部门（事业部），并设立北京分公司。公司下设中证信用增进（上海）资产管理有限公司（以下简称“证信资管”）、中证信资本管理（深圳）有限公司（以下简称“证信资本”）、中证商业保理（天津）有限公司（以下简称“中证保理”）、中证信用融资担保有限公司（以下简称“中证融担”）四家全资子公司；设有中证征信（深圳）有限公司（以下简称“中证征信”）、中证信用云科技（深圳）股份有限公司（以下简称“中证信用云”）、中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）和中证信用科技有限公司（以下简称“中证科技”）四家控股子公司，持股比例分别为 70.00%、53.00%、51.00%和 57.78%；公司组织架构图见附件 1。

截至 2019 年末，公司资产总额 100.00 亿元，所有者权益 62.72 亿元，其中归属于母公司所有者权益 60.12 亿元。2019 年，公司实现营业总收入 11.14 亿元，其中增信业务收入 2.97 亿元；实现净利润 3.74 亿元，归属于母公司所有者净利润 3.82 亿元；经营活动现金流净额-1.41 亿元，现金及现金等价物净增加额 11.32 亿元。

公司注册地址：深圳市前海深港合作区南山街道桂湾五路 128 号基金小镇对冲基金中心 513；法定代表人：牛冠兴。

二、行业分析

公司主营增信业务，增信行业发展情况对公司业务发展产生较大影响。

1. 发展概况

信用增进行业是完善金融市场风险分散分担机制的重要组成部分，其发展也是我国社会融资结构优化以及金融市场风险有效分散、转移的必然要求。

信用增进行业是我国金融市场发展中的一个新兴行业，是伴随我国债券市场快速发展，实现社会融资结构的进一步优化以及金融市场风险的有效分散、转移的必然要求。银监会 2007 年 10 月发布的《关于有效防范企业债增信风险的意见》规定银行停止对以项目融资为主的企业债券进行增信，对公司债券、信托计划、保险公司收益计划等其他融资性项目原则上不再进行增信。这使得为资本市场提供外部信用增进服务的主体由银行转移至其他机构，从而为信用增进行业在资

本市场开展业务提供了广阔的发展空间。

我国的债券市场主要包括银行间债券市场和交易所债券市场。近年来，我国政府大力发展包括债务融资在内的直接融资工具，债券市场保持快速发展势头，债券市场投资者结构和债券品种不断丰富，债券发行量及托管余额均呈现较快增长的态势。根据 WIND 统计，2019 年，我国债券市场发行各类债券规模达 45.19 万亿元，较上年增长 1.34 万亿元。同时，债务融资工具品种逐步丰富；其中，涵盖企业债券、中期票据、短期融资券、集合票据品种的非金融企业债务融资工具在债券市场上发挥了重要作用，自 2008 年以来我国非金融企业债的年发行规模快速上升，债券市场作为企业直接融资渠道的作用逐步得到加强。从非金融企业债务融资工具的发行情况来看，主体信用等级呈现多元化，AA 级以下的发行主体数量逐步增加；另一方面，债券的增信方式呈多样化趋势，增信公司、母公司或第三方保证、组合增信、应收账款质押、资产抵质押等增信方式均有体现，增信成为低信用级别发行主体进行直接融资的重要保障方式。

信用增进行业是完善金融市场风险分散分担机制的重要基础设施，该行业的诞生体现了政府对于推动金融市场发展、鼓励中小企业发展的政策意图。2009年，在中国人民银行的指导下我国首家专业债券信用增进机构中债信用增进投资股份有限公司成立。2014年，中国证监会印发《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》，研究建立行业增信机构，规范管理融资性增信机构。2015年，中国证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》将公司债券的发行范围扩大至所有公司制法人。上述政策的发布和实施对交易所债券市场发展的促进作用明显，为信用增进行业在资本市场开展业务提供了广阔的发展空间。此后，公司、晋商信用增进投资股份有限公司、天府（四川）信用增进股份有限公司、天津国资信用增进有限公司等信用增进机构相继成立；截至2019年底，我国共设立有5家信用增进机构。信用增进行业是优化金融市场资源配置、支持实体经济发展的重要力量，随着我国大力推动直接融资的发展、不断健全完善资本市场信用风险分散分担机制的推进，信用增进行业将有较大发展空间。

2．政策与监管

增信行业在我国尚处于发展初期，法律依据、监管政策方面尚不规范；未来随着增信行业的发展和标准的制定，有助于推动其规范运营，实现行业的健康发展。

由于增信行业在我国为全新行业，目前存在相关法律依据缺位、监管政策和行业标准不明确、会计核算和税收等相关外部政策模糊等问题，对信用增进业务的规范开展形成制约。

2010 年 10 月，交易商协会出台《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》（以下简称“《指引》”）。《指引》对信用风险缓释工具试点业务的参与者、产品框架和市场运作框架、信用风险缓释凭证设置机制、风险控制与管理等内容进行了明确和规范。《指引》的出台标志着信用风险缓释工具试点业务在银行间市场正式推出，这对于丰富投资者的信用风险管理工具、完善市场风险分担机制具有重要意义，同时也为信用增进行业的业务创新开辟了新的空间。2012 年 8 月，《信用增进机构管理规范》《信用增进机构风险管理规范》两项行业标准经全国金融标准化技术委员会审查通过，并由中国人民银行正式发布实施。2012 年 11 月，财政部发布了《企业会计准则解释第 5 号》，文中明确了企业发行信用风险缓释工具的会计处理方式。

2017 年 8 月 21 日，国务院颁布《融资担保公司监督管理条例》（以下简称“《条例》”），并于 2017 年 10 月 1 日起施行。《条例》适当提高了行业准入门槛，特别强调风险防控，提出发展政府出资的融资担保公司，重塑了行业格局，进一步规范了行业发展。但《条例》对信用增进行业适用程度尚不明确。

2018 年 4 月 9 日，中国银行保险监督管理委员会（简称“银保监会”）发布了自成立以来的

第一份法律法规——《关于印发<融资担保公司监督管理条例>四项配套制度的通知》（银保监发〔2018〕1号）（以下简称“《四项配套制度》”），对2017年8月国务院颁布的《条例》进一步细化。从具体的制度规定来看，对金融担保公司业务运营产生影响比较大的主要包括融资担保业务权重、融资担保放大倍数和集中度、资产管理，但其对于信用增进行业的使用程度尚不明确。

2019年10月，中国银保监会发布了《关于印发融资担保公司监督管理补充规定的通知》（银保监发〔2019〕37号），对《条例》内容进一步细化，为实现融资担保机构和融资担保业务监管全覆盖，37号文明确以下内容：①监管范围进一步扩大，决定将未取得融资担保业务经营许可证但实际上经营融资担保业务的住房置业担保公司、信用增进公司等机构纳入监管，未经监督管理部门批准，汽车经销商、汽车销售服务商等机构不得经营汽车消费贷款担保业务；②名称规范，强调不持有融资担保业务经营许可证的公司，名称和经营范围中不得标明融资担保字样；③将《四项配套制度》中的净资产口径明确为根据融资担保公司非合并财务报表计算，并新增住房置业担保余额折算标准为30%，37号文的发布对于净资产规模偏低的融资担保公司及增信公司业务冲击较大，融资担保公司和增信公司净资产规模亟待补充。

因此，在未来的发展中，信用增进机构要推动形成完善的信用增进行业理论体系，配合推出相关法律法规、行业标准与自律管理规则；信用增进行业标准的制定和行业立法进程的推进将有助于规范行业运营，推进行业健康发展。

三、公司基础素质

1. 规模与竞争力

公司自身资本实力很强，股东多元且背景很强，公司在业务开展、资本补充及风险防御方面获得股东较大支持；公司业务发展较快，规模较大，综合竞争力很强。

公司作为一家全国性综合信用服务机构，已加入中国证券业协会、中国银行间市场交易商协会、中国互联网金融协会，并严格按照协会要求进行自律管理。

公司股东背景很强且多元化，包括大中型券商、保险公司、上市公司以及深圳前海金融控股平台等，有助于公司建立现代化的公司治理结构以及市场化运营机制。股东能够在信息、客户渠道等方面为公司提供业务支持，有助于公司迅速开拓市场道。此外，很强的股东背景使公司在资本补充及风险防御等方面得到股东支持的可能性较大。截至2019年末，公司注册资本45.86亿元，所有者权益62.72亿元，资本实力很强。

目前，公司已构建信用增进、投资、信用风险管理、信用资产交易管理服务等业务板块；增信、投资等传统业务为公司持续发展提供现金流支撑；通过成立子公司和并购拓展延伸更丰富的业务板块，形成以资信评级、数据及信用内评为代表的信用风险管理板块和以信用资产估值及定价、交易信息服务、不良资产处置等为代表的信用资产交易管理服务，业务板块更趋多元均衡，公司业务发展空间进一步提升。截至2019年末，公司增信余额712.25亿元，其中，债券融资增信余额375.30亿元，金融产品类增信余额320.60亿元；债券增信业务交易对手多为外部评级AA+及以上级别的企业客户，金融产品增信业务客户主要为大型互联网金融企业，该类业务底层资产小额分散，增信资产质量较好。

2. 人员素质

公司管理人员素质普遍较高且金融行业从业经验丰富，员工学历水平较高，能满足公司经营需要。

公司主要管理人员具有财会、经济金融、法律、管理等硕士及以上教育背景，具有丰富的金融领域从业经验和管理经验。

牛冠兴先生，经济学硕士；曾任招商证券股份有限公司总裁、党委书记，招商基金管理有限公司董事长，南方证券股份有限公司行政接管组组长，广东证券股份有限公司托管组组长，安信证券股份有限公司董事长，中国证券业协会副会长；2015 年 5 月至今任公司董事长。

王晓荷女士，管理学硕士；曾先后在中国人民解放军部队服役，中国证监会国际部、人教部任职，任安信证券股份有限公司监事会主席；2015 年 5 月至今任公司监事会主席。

冯辞先生，工商管理硕士；曾先后担任海南富南国际信托投资公司上海证券营业部总经理，海南省国际信托投资公司证券总部总经理，金元比联基金管理有限公司董事长，金元证券股份有限公司财务总监、副总裁；2015 年 5 月至今任公司总经理。

郎巍先生，金融学硕士；曾任中国光大银行股份有限公司总行资金部业务主管、投行业务部业务主管、副处长，光大金控资产管理有限公司投资业务部处长，中债信用增进投资股份有限公司业务营运部副总经理、总经理；2015 年 5 月至今任公司首席增信官。

杨青女士，工学博士；曾任中国证券投资者保护基金有限责任公司审计部负责人、财务部总监、调查评价中心总监、公司纪委副书记；2015 年 5 月至今任公司财务总监。

张剑文先生，经济学硕士；曾任国泰君安证券股份有限公司研究所综合研究部总经理、光大证券股份有限公司研究所副所长、并购业务部总经理，光大资本投资有限公司董事、总经理，深圳中时鼎诚投资管理公司总经理，安信证券股份有限公司董事会办公室主任；2015 年 5 月至今任公司战略总监。

截至 2019 年末，公司员工总数为 684 人，其中博士研究生和硕士研究生占比为 53%。

四、公司治理与内控

1. 公司治理

公司搭建了由股东大会、董事会、监事会和经营管理层组成的公司治理架构，内部决策机制健全，能够满足日常经营需求。

公司按照《公司法》等相关法律法规的要求搭建了由股东大会、董事会、监事会和经营管理层组成的公司治理架构。

股东大会是公司的最高权力机构，由全体股东组成。自成立以来，公司召开多次股东大会，审议通过了公司筹建情况报告、选举董监事、修订公司章程、增资扩股等议案，确保各股东对重大事项的知情权、参与权和表决权。

公司董事会由 10 名董事组成。其中非职工代表担任的董事 8 名，全部为外部董事，由股东大会选举产生；职工代表董事 2 名，由职工代表大会或其他民主方式选举产生。公司设董事长 1 名，由全体董事三分之二以上通过选举产生。自成立以来，公司董事会召开多次会议，审议并通过了选举董事长、聘任高级管理层人员、设立子公司以及制订公司年度经营计划等重要议案。

公司监事会由 18 名监事组成，其中股东代表监事 12 名，职工监事 6 名，股东代表监事由股东大会选举产生，职工监事由职工大会、职工代表大会或其他民主方式选举产生。公司设监事会主席 1 名，由全体监事三分之二以上通过选举产生。监事会行使对公司财务进行检查，对董事及高级管理人员的履职情况进行监督评价等职权。自成立以来，公司监事会召开多次会议，审议并通过了监事会议事规则、监事会工作报告、财务决算报告和利润分配方案等重要议案。

公司经营管理层实施执行委员会议事制度，对日常经营及重大事项进行决策。目前，公司执

行委员会由 5 人组成，包括董事长（执行委员会主任）、首席执行官（执行委员会副主任）、首席增信官、财务总监以及战略总监，由公司董事会聘任。经营管理层成员均由拥有多年相关领域从业经验、并曾取得良好业绩的专业人士担任，确保公司在成立初期即具备较高的专业化运作水平。

2. 组织架构和内部控制

随着业务的开展，公司内部管理架构不断健全，各部门职责明确，内部管理制度不断完善，业务操作有规可循，运行有序。

公司依据规范、专业、精简、集约的原则对内部组织架构进行规划，设立了综合管理部、资金财务部、风控法务部、科技创新中心、战略发展部、征信评级事业部、基础增信事业部、创新增信事业部、互联网信用事业部、固定收益事业部、投资管理事业部、资产管理事业部、线上产品事业部等十三个部门（事业部），并设立北京分公司，建立了前、中、后台相互分离的组织架构，见附件 1。

从业务体系来看，公司设立基础增信事业部、创新增信事业部、互联网信用事业部、征信评级事业部、固定收益事业部、资产管理事业部、投资管理事业部等业务部门。其中，基础增信事业部侧重开展公司债券、企业债券等传统担保业务，涉及业务领域包括地产、城投等板块，并依托公司科技力量，结合子公司中证保理的业务优势，开展供应链金融领域的应收账款服务，以优质核心企业为依托，对所涉及的上下游中小微企业提供融资担保服务。创新增进事业部侧重开展各类结构化金融产品等创新担保业务，涉及业务领域包括 ABS、ABN 等资产证券化及各类信托产品。此外，还进行各类信用保护工具产品的研究、设计与开发，开展信用风险产品及缓释工具的创设与交易。互联网信用事业部主要依托公司数据风控能力，围绕消费金融领域，与垂直场景中的头部企业、互联网龙头平台等优质机构，开展消费金融类担保业务。征信评级事业部主要提供创新型的信用风险管理服务，致力于金融市场的信用科技基础设施建设，为监管机构、行业平台、投资机构、中介机构等金融市场参与主体提供信用科技领域的相关服务，包括但不限于信用数据服务、规模以上企业信用风险管理服务、投资者内评及适当性管理服务、监管科技服务等。资产管理事业部负责建立不良资产投资和处置团队，培育和输出获取资产、尽调估值、处置变现三大能力；负责提供私募基金解决方案、私募基金的备案、发行和运营管理；开展其他与资产管理相关的创新业务。固定收益事业部以实现自有资金保值增值为核心，规范、稳健高效的开展非权益类投资业务，包括投资已发行上市的债券、证券投资基金、金融衍生品、货币市场工具等多种金融产品；对公司的资金流动性进行优化管理；开展以固定收益为主要投资方向的投资顾问资产管理业务等。投资管理事业部以追求风险可控、持续稳定的绝对收益为目标，在授权范围内投资于权益类资产及其他另类投资产品。

风控法务部负责制订风控合规相关制度并组织实施，建立与完善全面风险管理体系；对公司经营中的各类潜在风险进行全程管理；负责建立畅通、可靠、完整、独立的风险管理报告体系；对公司经营活动的合规性、全面风险管理和内部控制的有效性进行独立审查和评价；负责公司法律相关事务，协助公司有效规避风险等。

自成立以来，公司不断建立健全《财务制度》《会计制度》《人力资源制度》《信用增进业务管理暂行办法》《债务重整服务业务管理暂行办法》以及项目评审和投资决策等制度体系；并对增信、投资业务实行分类分级管理，做好业务全过程的监控与风险管理，加强项目的跟踪评审，提升风险把控能力。

五、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司业务处于较快发展期，2017－2019 年营业收入波动增加；收入主要来自增信业务、投资业务和评级业务。

目前，公司业务包括信用风险管理、信用增进、信用资产交易管理服务及投资等业务。自 2015 年成立以来，公司增信业务和投资业务发展较快，业务规模较快增长带动收入水平大幅提高；2017－2019 年，公司营业收入年均复合增长 18.32%。其中，2018 年公司实现营业收入 11.54 亿元，同比增长 44.99%，主要来自增信业务、评级业务收入以及投资收益的增长；2019 年，公司实现营业收入 11.14 亿元，同比下降 3.45%，实现净利润 3.74 亿元，年均复合增长 12.35%。

从营业收入结构来看，公司营业收入主要来自主营业务收入和投资收益。公司主营业务收入包括增信业务、评级业务、咨询顾问、受托资产管理、信用管理、数据服务和保理业务收入，2017－2019 年，在增信业务发展和评级业务收入增长带动下，公司主营业务收入年均复合增长 31.07%，其中 2018 年 5.98 亿元，同比增长 77.85%，主要系增信和评级业务收入的增长所致；2019 年为 5.77 亿元，同比下降 3.41%，占营业收入的比重为 51.80%，仍为公司第一大收入来源。2019 年主营业务收入中 51.46%来自增信业务、30.40%来自评级业务、7.88%来自咨询顾问收入；2017 年 8 月公司对子公司中证鹏元的持股增加至 51.01%，中证鹏元纳入公司合并范围，因此 2017 年公司新增评级业务收入 0.71 亿元，系中证鹏元 9－12 月收入，2018 年和 2019 年，评级业务收入为中证鹏元全年收入，分别为 1.45 亿元和 1.75 亿元，较 2017 年增加较多；此外，公司数据服务收入和信用管理收入均有所增加。公司投资收益主要来自公司持有基金、债券、银行理财产品、信托及资产管理计划期间获得的投资收益，多为固定收益类产品。2017－2019 年，公司投资收益较稳定，年均复合增长 2.48%，2019 年实现投资收益 4.46 亿元，占营业收入的比重为 39.99%，为公司重要收入来源。利息收入主要系公司发放的委托贷款和银行存款所获得的收入，年均复合增长 3.54%；2019 年利息收入为 0.43 亿元，占营业收入的比重为 3.86%，同比下降 63.07%，主要系 2019 年公司发放的委托贷款到期收回，利息收入随之下降。其他类收入主要包括汇兑损益、资产处置收益、其他业务收入等，规模均较小。

表 2　公司营业收入结构（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	3.36	42.21	5.98	51.78	5.77	51.80
--增信业务收入	1.94	24.37	3.21	27.85	2.97	26.65
--评级业务收入	0.71	8.90	1.45	12.58	1.75	15.75
--财务顾问收入	0.48	6.09	0.77	6.70	0.45	4.08
--受托资产管理收入	0.11	1.41	0.20	1.76	0.16	1.47
--数据服务收入	0.05	0.60	0.15	1.26	0.21	1.92
--信用管理收入	0.07	0.84	0.19	1.64	0.21	1.93
投资收益	4.24	53.30	4.92	42.64	4.46	39.99
利息收入	0.40	5.04	1.16	10.08	0.43	3.86
公允价值变动损益	-0.01	-0.12	-0.65	-5.68	0.43	3.82
其他类	-0.03	-0.42	0.14	1.18	0.06	0.54
营业收入合计	**7.96**	**100.00**	**11.54**	**100.00**	**11.14**	**100.00**

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2. 经营分析

公司自成立以来增信业务快速发展，主要集中于债券增信，但2019年金融产品类增信业务发展较快。

公司增信业务主要由基础增信事业部、创新增信事业部负责、互联网信用事业部负责开展，包括公司债券、企业债券、金融债券、项目收益债券、项目收益票据等公（私）募产品以及信托计划、资产支持证券、资产管理计划等金融产品的增信业务。根据相关监管要求，公司目前业务增量都由子公司中证融担承继。中证融担作为公司的全资专业子公司，在高管团队、风险管理、业务策略等方面均沿袭母公司。截至2019年末，中证融担所有员工均沿用唯一股东中证信用人员。

根据增信业务类型划分，公司增信品种可分为债券类增信、金融产品类增信、借款类增信。其中，债券类增信业务包括企业债增信、公司债增信及证券公司次级债增信等；金融产品类增信业务主要包括信托计划增信、资产证券化产品增信、资产管理计划增信、理财计划增信等；借款类增信包括银行个人信用贷款增信及银行企业贷款增信。

从项目来源来看，公司项目主要来源于证券公司、信托公司、资产管理公司、消费金融公司等金融机构。公司股东能够在业务信息、客户渠道等方面为公司提供支持，引入业务机会，有助于迅速开拓市场渠道。

依托较好的发展战略和股东的优势资源，公司增信业务规模增速较快，2017－2019年，期末增信余额年均复合增长21.94%。截至2019年末，期末增信余额712.25亿元，较2018年末大幅增长63.07%，主要归因于公司大力发展小微金融业务，金融产品类增信业务规模大幅增长；其中债券增信余额为375.30亿元，金融产品增信余额为320.60亿元，占比分别为52.69%和45.01%，增信业务仍以债券增信为主且债券增信业务规模变动不大，但随着金融产品类增信业务规模的大幅增长，债券类增信业务占比大幅下降。公司债券类增信业务期限主要集中在5－7年，金融产品类增信业务期限主要为1－3年。2017－2019年，公司债券增信业务规模整体较为稳定，因债券本身属于久期较长产品，到期和新增规模整体趋于均衡。总体来看，随公司发展，债券增信规模将保持稳步增长。截至2019年末，公司增信业务责任余额574.18亿元，较年初有所增长。2019年，公司增信业务存在一笔代偿，年内该笔代偿已全部收回；截至2019年底，公司无代偿损失。

表3　公司增信业务余额（单位：亿元、%）

项目种类	2017年末		2018年末		2019年末	
	增信余额	占比	增信余额	占比	增信余额	占比
债券类增信业务	359.00	74.95	386.00	88.38	375.30	52.69
金融产品类增信业务	99.86	20.85	44.46	10.18	320.60	45.01
借款类增信业务	8.55	1.78	6.31	1.44	16.35	2.30
保本基金增信业务	11.59	2.42	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	**479.01**	**100.00**	**436.77**	**100.00**	**712.25**	**100.00**
期末增信责任余额	**479.01**		**436.77**		**574.18**	

资料来源：公司提供资料，联合评级整理

公司投资业务主要集中于固定收益类资产，实现了较好的投资收益，但同时联合评级也关注到投资业务易受市场波动及信用风险的影响。

公司投资业务主要由固定收益事业部、投资管理事业部和资产管理事业部开展。其中，固定收益事业部主要投资已发行上市的债券、证券投资基金、金融衍生品、货币市场工具等多种非权益类产品；投资管理事业部主要投资授权范围内的权益类资产，包括直接投资一级市场（未上市

公司股权）和二级市场的 A 股、港股（沪港通、深港通）、新三板等，以及间接投资各类以权益类资产为投资标的的基金（公募和私募）、信托、理财产品和创新类的另类投资品；资产管理部主要负责发行、投资和管理债务、不良资产的投资和处置变现以及私募基金的解决等问题。资金财务部利用公司闲置资金投资理财、货币基金等产品，保持流动性的同时实现资金的有效利用。

近年来，各投资团队积极把握各类机会，审慎稳健地开展投资业务。在投资策略上，针对固定收益类业务，遵循“低风险、低波动”的原则，寻找利率债的阶段性机会，同时挖掘具有超额收益的信用债投资机会，把控信用风险。针对股权投资和基金管理业务，坚持绝对收益的投资理念，及时调整投资策略。2017－2019 年，公司实现投资收益分别为 4.24 亿元、4.92 亿元和 4.46 亿元，三年复合增长 2.48%。

从投资结构来看，投资资产主要分布在基金、债券、信托及资产管理计划、理财产品等资产。2017－2019 年，投资规模持续下降，三年复合下降 13.68%，截至 2019 年底，投资规模为 77.09 亿元，较年初减少 12.09%，主要是委托贷款、国债逆回购、资管及信托计划投资减少所致。截至 2019 年底，公司持有基金 33.34 亿元，占投资资产的比重为 43.25%，其中，货币基金 21.79 亿元，占基金的比重约为 65.36%，投资风险很低；公司委托贷款规模降幅很大，主要系公司根据监管形式变化主动收缩委托贷款；公司债券投资规模 15.08 亿元，占比 19.57%，债券级别主要为 AAA 债券；资管及信托计划 20.04 亿元，占比 26.01%；理财产品规模为 7.08 亿元，占比为 9.18%；其余主要为国债期货、国债逆回购等，规模和占比均不高。截至 2019 年末，公司债权类投资（包括债券、信托计划、委托贷款等）未发生逾期。

表 4　公司投资资产分布（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
基金	42.07	42.23	33.26	37.93	33.34	43.25
委托贷款	7.00	7.03	7.97	9.09	0.00	0.00
债券	8.39	8.42	14.94	17.04	15.08	19.57
资管及信托计划	35.14	35.27	24.46	27.89	20.04	26.01
理财产品	4.87	4.89	1.08	1.23	7.08	9.18
国债逆回购	0.78	0.78	5.06	5.77	0.11	0.15
股权投资	1.37	1.38	0.89	1.01	1.40	1.82
国债期货	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.03
合计	**99.63**	**100.00**	**87.69**	**100.00**	**77.09**	**100.00**

资料来源：公司提供资料，联合评级整理

3. 子公司业务

公司主要子公司业务发展较好，能够围绕公司主业实现多元发展。

证信资本成立于 2015 年 9 月，注册资本为 1.00 亿元，实收资本 0.70 亿元，公司持有其 100%股权。证信资本经营业务包括受托资产管理、投资管理、股权投资管理等，目前证信资本主要投资结构化产品的夹层等业务。截至 2019 年末，证信资本资产总额 1.82 亿元，负债总额 1.09 亿元，所有者权益 0.73 亿元；2019 年，证信资本实现营业收入 0.23 亿元，净利润 0.04 亿元。

证信资管成立于 2015 年 10 月，注册资本 1.00 亿元，实收资本 1.00 亿元，公司持有其 100%股权。证信资管经营业务包括资产管理、征信服务、投资管理、股权投资基金管理等；目前证信资管主要通过搭建各类型基金，发展不良资产收购、重整、处置等业务。截至 2019 年底，证信资管资产总额 1.27 亿元，负债总额 0.15 亿元，所有者权益 1.12 亿元；2019 年，证信资管实现营业收入 0.28 亿元，净利润 0.07 亿元。

中证保理成立于 2018 年，注册资本 5,000 万，公司持有其 100%股权。中证保理主要经营业务包括以受让应收账款的方式提供贸易融资；应收账款的收付结算、管理与催收；销售分户（分类）账管理；客户资信调查与评估；相关咨询服务。（依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动）。

中证融担成立于 2019 年 12 月，初始注册资本 30.00 亿元，后经公司增资 10.00 亿元，注册资本增至 40.00 亿元，公司持有其 100%股权。中证融担主营业务包括借款类担保业务，发行债券担保业务和其他融资担保业务。截至 2019 年末，中证融担资产总额 40.05 亿元，所有者权益合计 40.02 亿元，2019 年，中证融担实现营业收入 0.09 亿元，净利润 0.02 亿元。

中证鹏元成立于 1993 年，注册资本 3.00 亿元。中证鹏元是中国较早成立的评级机构之一，先后经中国人民银行、中国证监会、国家发改委认可，在全国范围内从事信用评级业务，并具备保险业市场评级业务资格。目前，中证鹏元的业务范围涉及企业信用评级、公司债券评级、企业债券评级、资产支持证券评级、集合资金信托计划评级、金融机构评级、公司治理评级等。中证鹏元已建立了完善的评级基础数据体系和评级技术研究及质量管控体系，评级方法、模型和标准已覆盖全部一级行业和大部分二级行业，实现了评级业务“全流程”合规管理。截至 2019 年末，中证鹏元资产总额 5.30 亿元，负债总额 1.16 亿元，所有者权益合计 4.14 亿元；2019 年，中证鹏元实现营业收入 1.76 亿元，净利润 0.04 亿元。

中证信用云成立于 2016 年 12 月，注册资本 1.00 亿元，公司持有其 53.40%股权。中证信用云依托股东在信用领域和资本市场的优势，关注消费金融生态圈的价值挖掘，推进普惠金融的有序发展。中证信用云以数据风控为核心竞争力，借助区块链和人工智能等新技术，提供消费金融场景下的资产管理和数据风控解决方案，看清底层资产，有效控制风险，解决资金方、增信方和资产方等各方存在的数据隔离、标准各异及互信等问题。截至 2019 年底，中证信用云资产总额 1.88 亿元，负债总额 0.80 亿元，所有者权益 1.08 亿元；2019 年，中证信用云实现营业收入 0.25 亿元，净利润 0.02 亿元。

中证征信成立于 2015 年 9 月，注册资本 1.43 亿元，公司持有其 70%股权；经营范围包括企业征信及评级；征信评级系统的设计与研发等。中证征信自成立以来，围绕风险的识别、度量、监测、预警开展了一系列工作，其业务方向以内评为主，坚持数据驱动、技术引领的思路，强化内评系统建设和科技能力输出。截至 2019 年底，中证征信资产总额 0.78 亿元，负债总额 0.56 亿元，所有者权益 0.21 亿元；2019 年，中证征信营业收入为 0.42 亿元，净利润-0.35 亿元。

中证科技成立于 2019 年 12 月，注册资本 0.90 亿（港币）元，主要从事搭建信用资产报价及信息服务平台项目。

4. 未来发展

公司战略规划清晰，为公司未来业务发展明确了方向。

公司在成立之初，提出发展不一样的信用增进模式，在商业模式上采取独特的信用价值链，从信用风险的识别、量化、评估、监测，到信用增进，再到不良资产的处置。2020 年，公司将继续沿既定战略方向前进。

在战略定位上，公司界定为中国领先的信用科技综合服务商，将通过科技驱动服务于信用资产全生命周期的基础设施，为客户提供信用风险管理、信用增进、信用资产交易管理服务等全信用价值链服务；在商业模式上，公司将不断提升战略格局，创造新金融、新生态、新物种，通过风险管理的数据化、线上化、自动化，实现科技赋能和能力输出；在产品体系上逐步完善，应对

不同场景，开发数据、模型、系统、增信、评估、预警、定价、报价等不同产品，形成良好的市场口碑；在经营策略上，通过风控技术的科技化、智能化不断拓展客户边界、资产边界，突破传统业务边界，形成规模以上企业、中小微企业、供应链金融、消金及结构化产品等条线；在风控体系建设上，完善事前、事中、事后风控体系，一方面强化风控科技化，一方面强调风控流程化、全程化，明确各个环节的任务和要求；在风控技术上，秉承“数据驱动、科技引领”的发展理念，重视数据积累和开发，打造一站式服务的信用云平台，凭借信用行业多年积累的风险管理实战经验、技术能力和专家资源，依托于沉淀的数据和模型优势，将数据产品、专业模型和系统建设打通融合，构建“数据+模型+系统”全流程智能化风控体系，对多类市场参与主体及业务进行穿透核查、监测预警和量化风控；在资本运作上，抓住资本市场发展机遇期，积极推动相关工作。

六、风险管理分析

1. 风险管理制度

公司搭建了全面风险管理框架，明确了各层级的风险管理职责，为开展业务模式创新、精细化经营和管理各类风险奠定了良好基础。

公司秉持“制度先行”的原则，在成立之初便制定了涵盖信用风险、市场风险、流动性风险和操作风险等各类潜在风险在内的全面风险管理政策，初步搭建了全面风险管理组织架构。公司董事会对全面风险管理的有效性承担最终责任；公司经营管理层对全面风险管理的有效性承担主要责任；公司每位员工应全面了解与其岗位职责相关的各类风险，及时识别、评估、应对及报告相关风险，对全面风险管理的有效性承担直接责任。

公司建立了以《全面风险管理制度》为纲领，以《信用增进业务管理暂行办法》《经营性投资业务管理暂行办法》和《债务重整服务业务管理暂行办法》等各项业务管理办法为支撑的多层次风险管理制度体系，覆盖了各项主营业务。

公司制定了会计制度和财务制度，就会计核算、财务管理等方面做出具体规定。公司实行“集中核算，统一管理”的财务管理体制，即资金财务部统一负责总部及各分支机构的会计核算和财务管理工作。公司明确应当建立健全包括识别、计量、监测和控制等内容的财务风险控制体系，明确财务风险管理的权限、程序、应急方案和具体措施，以及财务风险形成当事人应承担的责任，防范和化解财务风险。

公司规定对信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险、技术风险、合规风险、法律风险、声誉风险、道德风险等实施风险管理全覆盖，包括从风险识别、评估、监测到控制、缓释、报告的风险全流程管理。公司按照制度授权与单项授权相结合的原则，建立健全授权管理制度，明确授权的范围、方式、权限、时效和责任，并建立相应的授权反馈机制，确保授权管理有效落实。对于重大业务和事项，公司实行集体决策审批或联签制度，个人不得单独进行决策或擅自改变集体决策。公司致力于建立以定量方法为主的风险监控指标体系，支撑业务可持续的信息技术系统，迅速、有效的风险应对机制，以及母子公司管理和考核考评机制等。

近年来，面对内外部形势发生的新变化，公司持续强化风险管理，规范评审流程：一是完善完善项目评审制度和流程，并在评审过程中引入行业专家；二是强化对落地项目的持续跟踪管理，提升风险监测的有效性；三是对公司整体风险架构进行梳理和设计，完善运行合理、监测到位的风控体系；四是制定公司风险限额的指标体系和具体执行方案，及时预警超越各类、各级风险限额的情形，明确异常情况的报告路径和处理办法；五是提升风险预判和处置能力。

2. 增信质量分析

公司主要针对信用等级较高的企业开展增信业务，采取较为严格的风险缓释措施；增信项目到期期限多分布在 2 年以内，存在较高的客户集中风险及行业集中风险，需对其所增信债券的信用和其代偿情况保持关注。

公司成立以来，为迅速做大规模、扩大影响，主要针对资本实力雄厚、信用等级较高的企业开展增信业务。公司债券增信业务主要集中于外部评级 AA+及以上级别的企业客户。

表 5 增信业务级别分布情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年末	
	增信金额	占比
AA+及以上	230.19	32.32
AA	169.53	23.80
AA-	--	--
A+及以下	--	--
无评级	312.53	43.88
合计	**712.25**	100.00

注：无评级项目主要为金融产品增信
资料来源：公司提供资料，联合评级整理

从增信余额的客户分布情况来看，截至 2019 年末，公司前十大增信客户的增信余额合计 236.80 亿元，占全部增信余额的比重为 33.25%。2019 年末，公司单一最大客户增信余额 50.00 亿元，为净资产的 0.80 倍，占公司期末增信余额的 7.02%，存在较高的客户集中度。债券增信业务中，发行人主体信用等级 AA+级和 AA 级占债券担保余额比重分别为 63.01%和 36.99%，风险缓释措施以应收账款质押等为主；债券增信业务客户主要分布在政府融资平台（公用事业）、金融等行业，截至 2019 年末，公司地方政府融资平台类（公用事业）增信余额为 276.89 亿元，占增信余额的比例为 38.88%。金融业类增信方面，截至 2019 年末，公司金融业类增信业务余额为 398.87 亿元，占增信余额比例为 56.00%。从金融业增信业务规模来看，2019 年末公司与蚂蚁小微金融服务集团有限公司合作开展的信托计划产品增信存续合计 38 笔，余额合计 250.00 亿元，为净资产的 3.99 倍，占公司期末增信余额的 35.10%，处于较高水平，由于该类信托计划的基础资产均为自然人借款人，具有小额、分散特征，且配备超额现金流覆盖、不合格资产赎回或置换、资产期限控制等风险缓释措施，整体风险可控。

从到期期限分布上看，公司增信项目到期期限在 1 年以内、1~2 年以及 3~5 年占比较高，占比分别为 59.03%和 19.40%和 11.41%。2017－2019 年，公司的增信放大倍数分别为 8.03 倍、7.08 倍和 9.42 倍，2019 年公司的增信放大倍数较上年有所增加[1]。

表 6 增信业务到期期限分布情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年末	
	增信金额	占比
1 年内	420.43	59.03
1~2 年	138.18	19.40
2~3 年	68.54	9.62
3~5 年	81.30	11.41
5 年以上	3.80	0.53
合计	**712.25**	**100.00**

注：因四舍五入效应致使合计数据加总存在一定误差
资料来源：公司提供资料，联合评级整理

[1] 公司融资担保牌照于 2019 年末到期，将主要负责存续业务管理，新增业务主要由融资担保子公司承接。

公司开展增信业务时采取了较为严格的风控措施。对于地方政府融资平台项目，公司根据融资平台隶属的政府行政级别、经济财政实力以及债务负担状况，制定了严格的准入标准，原则上为市级以上平台，区县平台则要求上一级平台做反担保。此外，公司要求交易对手提供充足有效的风险缓释措施，如其他主体信用等级较高的企业提供连带责任保证、应收账款质押、差额补足承诺函等。针对房地产类融资项目，公司对融资主体制定了严格的准入标准，目前仅选择行业排名前 20，国有背景的放宽至排名前 50 的房企进行合作，交易对手的资本实力较为雄厚。同时，公司要求交易对手提供充足有效的风险缓释措施，如控股股东、母公司提供连带责任保证或差额补足承诺、项目公司股权质押等，以控制项目风险敞口。针对消费金融类的项目，公司一方面利用中证信用云平台在数据风控方面的专业能力，另一方面通过设置充足有效的风险缓释措施来控制风险，如差额补足、违约资产回购、反担保等。在增信项目后续管理上，公司要求项目经办人定期或不定期进行现场或非现场跟踪，持续关注项目风险变化，及时发现风险并采取有效措施控制风险。

代偿情况方面，2019 年公司共出现一个代偿项目，系公司为东部路桥信托计划提供差额补足承诺，2019 年 6 月，由于融资方南京东部路桥工程有限公司未按时履行回购义务，公司以 5.12 亿元的对价受让了投资人持有的东部路桥信托计划全部份额及对应的收益权。截至 2019 年末，公司已完成该笔代偿款的全额回收。截至 2019 年末，公司代偿损失及应收代偿款均为零。

七、财务分析

公司提供了 2017－2019 年度财务报告，均经安永华明会计师事务所审计，并出具了无保留意见的审计报告。2017 年，公司新增 2 家纳入合并范围的子公司；2018 年，公司新增 1 家纳入合并范围子公司；2019 年，公司新增 3 家纳入合并范围子公司，分别是鹏元资信评估（新加坡）有限公司、中证融担和中证科技。

2017 年，财政部颁布了修订的《企业会计准则第 14 号——收入》（简称“新收入准则”）、《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》《企业会计准则第 23 号——金融资产转移》《企业会计准则第 24 号——套期保值》以及《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（统称“新金融工具准则”）。公司自 2018 年 1 月 1 日开始按照新金融工具准则进行会计处理，根据衔接规定，对可比期间信息不予调整，首日执行新准则与现行准则的差异追溯调整期初未分配利润或其他综合收益。公司自 2018 年 1 月 1 日按照新收入准则进行会计处理，根据衔接规定，对可比期间信息不予调整。2018 年，财政部颁布了修订的《企业会计准则第 21 号——租赁》，（简称“新租赁准则”），新租赁准则采用与现行融资租赁会计处理类似的单一模型，要求承租人对除短期租赁和低价值资产租赁以外的所有租赁确认使用权资产和租赁负债，并分别确认折旧和利息费用。公司自 2019 年 1 月 1 日开始按照新租赁准则进行会计处理，根据衔接规定，对可比期间信息不予调整。

公司合并范围变动子公司规模小，整体看，公司财务报表数据可比性较好。

截至 2019 年末，公司资产总额 100.00 亿元，所有者权益 62.72 亿元，归属于母公司所有者权益 60.12 亿元。2019 年，公司实现营业收入 11.14 亿元，其中增信业务收入 2.97 亿元；实现净利润 3.74 亿元，归属于母公司所有者净利润 3.82 亿元；经营活动现金流净额-1.41 亿元，现金及现金等价物净增加额 11.32 亿元。

1. 资金来源

公司资本实力很强，资金来源以资本金为主，负债水平适中。

公司目前资金来源以资本金和利润留存为主。2017－2019 年，公司所有者权益规模呈持续增长趋势，年均复合增长 2.51%，主要系利润留存所致；截至 2019 年末，公司所有者权益合计 62.72 亿元，较年初增长 3.16%。截至 2019 年末，所有者权益中归属于母公司所有者权益 60.12 亿元，较上年末增长 3.50%，其中股本占比 76.28%、资本公积占比 11.53%、未分配利润占比 7.08%，所有者权益稳定性好。2017－2019 年，公司分别向股东分红 2.46 亿元、1.83 亿元、1.83 亿元，分别占上年归母净利润的 112.07%、61.70%和 53.19%，分红力度大。

2017－2019 年，公司的负债规模波动下降，年均复合下降 14.68%；截至 2018 年末，公司负债总额 36.51 亿元，较年初下降 28.72%，主要系卖出回购金融资产款和应付债券减少所致；截至 2019 年，公司负债总额 37.29 亿元，较上年末增长 2.13%，整体变化不大。截至 2019 年末，公司负债主要由短期借款（占比 17.79%）、卖出回购金融资产款（占比 5.19%）、应付债券（占比 45.68%）以及递延收益（占比 14.76%）构成。截至 2019 年末，公司短期借款 6.63 亿元，较上年末增长 341.52%，主要系公司信用借款由 2018 年末的 1.50 亿元增长至 6.63 亿元；卖出回购金融资产款 1.93 亿元，较上年末增长 444.96%，主要系债券回购规模扩大；应付债券 17.03 亿元，较上年末下降 17.70%，主要系投资人行使回售选择权，分别于 2019 年 1 月和 6 月向公司回售了两笔合计 3.50 亿元的非公开发行公司债券；截至 2019 年末，递延收益合计 5.50 亿元，较上年末下降 18.37%，主要系增信项目的平均到期期限下降所致。截至 2019 年末，公司实际资产负债率为 35.89%，较上年末下降 0.59 个百分点，负债水平适中。

2. 资金运用

2017－2019 年，公司投资规模有所下降，资产规模呈波动向下趋势；公司资产以投资资产为主，投资资产主要系固定收益类产品，涉及品种包括基金、债券、资管及信托计划和银行理财产品等。

2017－2019 年，公司资产总额波动下降，年均复合下降 5.04%。截至 2019 年末，公司资产总额 100.00 亿元，较上年末增长 2.77%，整体来看变化不大；公司资产主要由货币资金（占比 14.95%）、交易性金融资产（占比 59.54%）、债权投资（占比 17.41%）和应收账款（占比 4.02%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金 14.96 亿元，较上年末增长 720.47%，主要系公司收缩委贷业务，银行存款的大幅增长；公司交易性金融资产 59.54 亿元，主要以债务投资工具为主，较上年末增长 11.59%，其中债券、基金、银行理财计划和资产管理计划分别占比 15.30%、55.99%、11.89%和 14.46%；债权投资 17.41 亿元，较上年末下降 40.48%，主要系公司根据监管形式变化收缩了委托贷款业务。债权投资以债券和信托计划为主，分别占比 34.31%和 64.70%，计提减值准备 0.56 亿元，计提比例 3.12%；应收账款主要系增信项目期间未来应收增信费，伴随公司金融产品增信项目的到期期限缩短，截至 2019 年末，公司应收账款 4.02 亿元，较上年末下降 26.72%。

3. 盈利能力

2017－2019 年，随着各项业务的发展，公司收入及利润呈增长趋势，收入结构也更趋多元化；整体看，公司盈利能力较好。

公司营业收入主要来自增信业务收入、评级业务收入、利息收入和投资收益。2017－2019 年，随着公司业务的快速发展，公司营业收入波动增长，年均复合增长 18.32%；2019 年，公司实现营业收入 11.14 亿元，同比下降 3.45%。从收入结构来看，随着中证鹏元的收购以及信用科技业务的

逐步成熟，公司收入呈现多元化，2019 年，公司实现增信业务收入 2.97 亿元、评级业务收入 1.75 亿元、咨询顾问收入 0.45 亿元、信用管理业务收入 0.21 亿元、数据服务业务收入 0.21 亿元以及投资收益 4.46 亿元。

2017－2019 年，随着公司业务规模的扩大，营业支出呈波动增长趋势，年均复合增长 21.11%，主要是业务及管理费增长所致。2019 年，公司营业支出 6.68 亿元，同比下降 11.82%，其中业务及管理费 5.03 亿元，同比增长 9.31%，主要系人力成本的升高以及使用权资产的折旧；利息支出 1.08 亿元，同比下降 29.83%，主要系公司债务到期及回售所致；2018 年，公司开始按照新会计准则对金融资产计提减值损失，由原来的资产负债表日按已发生的损失计提减值损失变更为以预期信用损失为基础计提，2019 年，公司计提风险准备金 0.39 亿元，计提规模有所上升。

2017－2019 年，公司净利润呈持续增长趋势，年均复合增长 12.35%，2019 年实现净利润 3.74 亿元，同比增长 12.99%。盈利指标方面，2017－2019 年，公司营业利润率分别为 42.78%、34.36%和 40.05%，2018 年公司营业利润率有所下降，主要系公司推动信用科技战略，科技人力的投入增加，业务及管理费支出增多。随着净利润的持续增长，公司的净资产收益率波动上升，2017－2019 年分别为 5.70%、5.50%和 6.06%。总体来看，公司的盈利能力较好。

表 7　公司盈利能力指标（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	7.96	11.54	11.14
资产减值损失	0.00	0.05	0.00
信用减值损失	0.00	0.39	0.05
业务及管理费	2.95	4.60	5.03
净利润	2.96	3.31	3.74
营业利润率	42.78	34.36	40.05
净资产收益率	5.70	5.50	6.06

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

4. 代偿能力

公司资本实力很强，截至 2019 年末，公司增信业务代偿余额及应收代偿款均为零；同时持有较大规模的流动性资产，资产流动性较好；考虑到公司股东背景很强且多元化，公司整体代偿能力极强。

2017－2019 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 2.51%。截至 2019 年末，公司所有者权益合计 62.72 亿元，较上年末增长 3.16%；可快速变现资产 57.44 亿元，可快速变现资产/期末增信责任余额 10.00%，较上年末下降 2.32 个百分点，可快速变现资产对增信规模的覆盖程度一般；公司除按监管要求提取财务担保合同风险准备金外，还按净利润的 10.00%提取一般风险准备，各项风险准备金之和逐年累积，逐步增强自身抵御风险的能力。2019 年，公司出现一个代偿项目，年内代偿款已全额回收，截至 2019 年末公司累计代偿回收率 100%。整体看，公司代偿能力极强。

表 8　公司资本充足性指标（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
所有者权益	59.68	60.80	62.72
可快速变现资产	54.20	53.82	57.44
可快速变现资产/期末增信余额	11.32	12.32	10.00
各项风险准备金之和	0.94	2.24	3.04

拨备覆盖率	*	*	*
累计代偿回收率	--	--	100.00
当期增信代偿率	0.00	0.00	7.56
累计增信代偿率	0.00	0.00	1.84

注：2017 年可快速变现资产公式为货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+买入返售金融资产-按成本计量的可供出售金融资产-受限资产-不可快速变现部分；2018 年和 2019 年可快速变现资产公式为货币资金+交易性金融资产+买入返售金融资产+债券-受限资产-不可快速变现部分
资料来源：公司审计报告及提供资料，联合评级整理

截至 2019 年末，公司已和多家商业银行建立合作，获得综合授信合计 182.90 亿元，已使用额度为 11.92 亿元，间接融资渠道通畅。

根据查询日期为 2020 年 1 月 7 日的人民银行征信报告，公司无不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

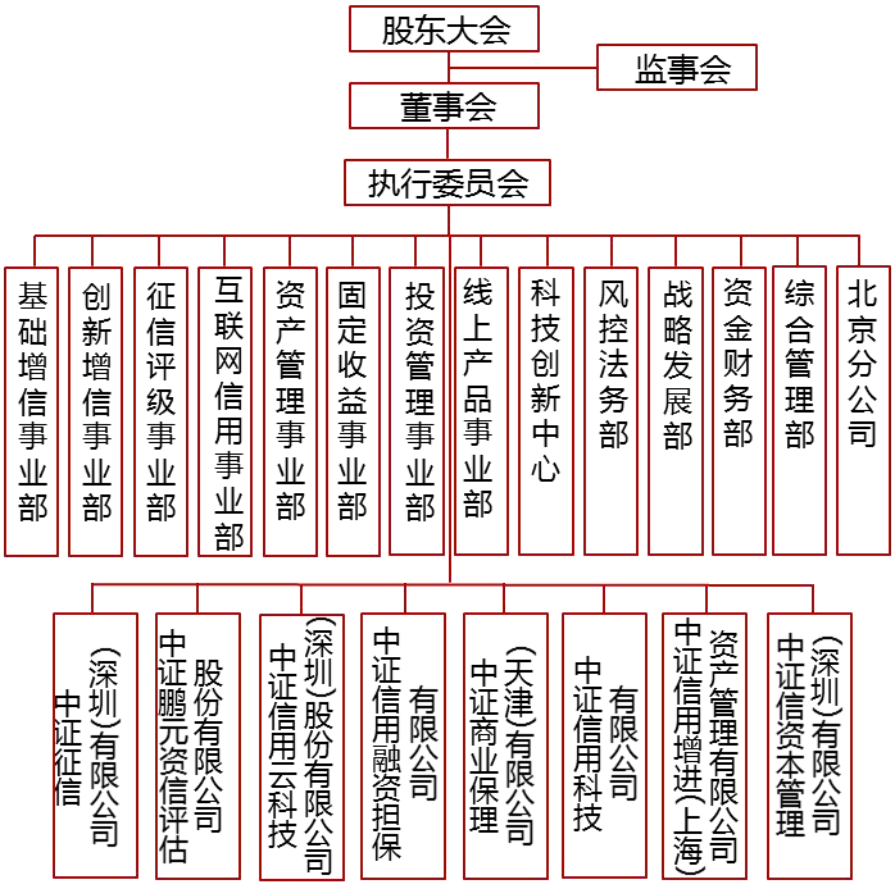
八、评级结论

公司作为由大中型券商、保险公司、上市公司以及金融控股平台等多家股东共同出资设立的信用增进机构，股东背景和资本实力均很强。公司自 2015 年成立以来，增信业务规模迅速增长，实现了较好收益；风控管理体系逐步健全并不断完善，整体发展良好。近年来，公司通过新设和收购子公司，围绕“全信用”价值链拓展业务范围，业务多元化程度稳步提升。

同时，联合评级也关注到，公司增信业务客户集中度相对较高，需对后续情况保持关注。

基于对公司主体长期信用的综合评估，联合评级评定公司主体信用等级为AAA。未来随着公司业务的持续发展，公司的整体盈利能力和代偿能力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

附件 1　截至 2019 年末中证信用增进股份有限公司组织结构图



附件 2　中证信用增进股份有限公司
主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	110.91	97.31	100.00
可快速变现资产（亿元）	54.20	53.82	57.44
可快速变现资产/期末增信余额（%）	11.32	12.32	10.00
负债总额（亿元）	51.23	36.51	37.29
实际资产负债率（%）	46.07	36.48	35.89
所有者权益（亿元）	59.68	60.80	62.72
营业总收入（亿元）	7.96	11.54	11.14
增信业务收入（亿元）	1.94	3.21	2.97
投资收益（亿元）	4.24	4.92	4.46
净利润（亿元）	2.96	3.31	3.74
营业利润率（%）	42.78	34.36	40.05
营业费用率（%）	37.02	39.89	45.16
总资产收益率（%）	3.40	3.18	3.79
净资产收益率（%）	5.70	5.50	6.06
期末增信余额（亿元）	479.01	436.77	712.25
期末增信责任余额（亿元）	479.01	436.77	574.18
增信放大倍数（倍）	8.03	7.18	9.42
累计代偿回收率（%）	--	--	100.00
当期增信代偿率（%）	0.00	0.00	7.56
累计增信代偿率（%）	0.00	0.00	1.84

注：1.实际资产负债率=（负债总额-风险准备金）/资产总额×100%；2017 年可快速变现资产公式为货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+买入返售金融资产-按成本计量的可供出售金融资产-受限资产-不可快速变现部分；2018 年和 2019 年可快速变现资产公式为货币资金+交易性金融资产+买入返售金融资产+债券-受限资产-不可快速变现部分；2.2019 年末公司适用《融资担保公司监督管理条例》及四项配套制度，增信放大倍数均使用增信责任余额进行计算

附件 3　有关指标计算公式

指标名称	计算公式
年均增长率或变动率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[（本期/前 n 年）^（1/（n-1））-1]×100%
单一最大客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产×100%
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产×100%
增信放大倍数	期末增信责任余额/净资产
各项风险准备金之和	期末未到期责任准备金+期末增信赔偿准备金+期末一般风险准备金
可快速变现资产	货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+买入返售金融资产-按成本计量的可供出售金融资产-受限资产
短期债务	短期借款+卖出回购金融资产+拆入资金+应付短期融资款+融入资金+交易性金融负债
长期债务	长期借款+应付债券
全部债务	短期债务+长期债务
全部债务资本化比率	有息负债/(有息负债+所有者权益)*100%
代偿准备金率	当期代偿额/期末各项风险准备金之和×100%
增信赔付率	当期代偿额/当期增信业务收入× 100%
拨备覆盖率	各项风险准备金之和/期末增信代偿余额× 100%
可快速变现资产/增信责任余额	期末可快速变现资产余额/期末增信责任余额× 100%
当期增信代偿率	当期增信代偿额/当期解保额× 100%
累计增信代偿率	累计增信代偿额/累计解保额× 100%
累计代偿回收率	累计代偿回收额/累计增信代偿额× 100%
实际资产负债率	（负债总额-未到期责任准备金-增信赔偿准备金）/资产总额× 100%
增信业务收入贡献度	增信业务收入/营业收入× 100%
营业费用率	业务及管理费/营业收入× 100%
营业利润率	营业利润/营业收入× 100%
总资产收益率	净利润/[(期初资产总额+期末资产总额) /2]× 100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2] × 100%

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。